

中国公司治理报告(2009)

——控制权市场与公司治理

研究中心

2009年5月



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

目 录

摘 要	4
第一章 导论	7
引言	14
上市公司控制权市场的形成与发展	14
中国公司控制权市场发展的驱动力量	25
中国公司控制权市场的特点与问题	32
第三章 控制权变动模式	40
引言	40
控制权转让	40
控制权调整	43
整体上市	45
控制权变动手段	48
小结	53
第三章 上市公司控制权转让的定价	56
引言	56
控制权转让价格的形成机制	56
控制权协议转让定价分析	59
控制权转让的其他形式及定价	63
控制权的私人收益与转让定价	66
小结	69
第五章 管理层收购	72
引言	72
国外管理层收购的发展和实践	73
国内管理层收购的发展和争议	79
国内管理层收购的主要问题和教训	83
小结	87
第六章 国有控股上市公司控制权市场	90
引言	90
国有控股上市公司股权管理体制变革	90
国有控股上市公司控制权转让模式	95
国有控制权转让对公司治理的影响	104
小结	107
第七章 反收购	110
引言	110
反收购的市场环境与法律环境	111
反收购措施在中国证券市场的实践	114
反收购行为的特点与存在问题	123
小结	127

第八章 控制权市场效率	130
控制权市场效率的理论分析.....	130
控制权市场效率的经验证据.....	135
控制权市场效率的影响因素.....	150
小结.....	153
第九章 控制权变动的信息披露与监管	155
控制权变动信息披露的法律框架.....	155
控制权变动信息披露的内容管理及程序安排.....	157
控制权变动信息披露的内部控制与外部控制.....	163
控制权变动信息披露的监管措施与法律责任.....	167
控制权变动信息披露的执行状况.....	171
控制权变动信息披露与投资者保护.....	179
参考文献	186
附录 2008 年中国公司治理大事记	190

摘 要

所谓公司控制权市场(Market for Corporate Control), 是指通过收购兼并、代理权争夺、直接购买股票等方式实现控制权交易和转移的市场。从微观层面上讲, 通过公司控制权市场可以形成对不良管理者进行替代的持续性外部威胁。从宏观层面上讲, 公司控制权市场是一国调整产业结构、提高资源配置效率的主要场所。

伴随着中国资本市场的形成与发展, 上市公司控制权市场逐渐发展起来。2005年开始的股权分置改革, 深刻地改变了中国资本市场的运行基础, 也对上市公司控制权市场发展产生了巨大的推动作用。控制权市场在并购规模、并购方式、并购目的、并购立法等诸多方面都表现出可喜的进步。

首先, 并购规模持续扩大, 并购交易日益频繁。随着大批上市公司股份逐步走向全流通, 为上市公司并购市场打开了巨大的发展空间。以2008年为例, 尽管在全球金融危机的影响下全球公司并购市场大幅度萎缩, 但中国的企业并购规模仍然明显增长, 成为全球并购市场中增长最快的部分。

第二, 并购方式不断创新, 并购主体日益丰富。并购重组形式由简单的协议收购、出售资产、坏账剥离过渡到外资并购、资产置换、举牌收购、买壳上市、要约收购等。从控制权交易的主体看, 除传统的国企和国有控股企业外, 民企开始成为国有股受让的主力军, 外资参与的购并行为也日益活跃。

第三, 战略并购崭露头角, 行业整合初见成效。这表现在三个方面: 一是在国家行业政策影响下, 电力、钢铁、民航、汽车等部分行业的整合开始加速; 二是横向的战略购并日益增多, 如燕京啤酒、北京华联、宝钢股份等; 三是外资作为战略投资者获得了进入中国的诸多便利, 外资并购增长加快。

四是并购立法趋向完整, 法规体系日益完善。在经过持续的立法和监管规则制定活动之后, 初步形成以《公司法》和《证券法》为核心, 以《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》为主要规则, 以《股票上市规则》等为配套规则的上市公司控制权市场法律法规体系。

然而, 中国证券市场还是一个新兴加转轨的市场, 在控制权市场的发展过程中, 一方面存在着成熟市场并购交易模式如何适应中国证券市场特殊国情的挑

战,另一方面也存在着政府行政力量干预和市场自发力量驱动之间的平衡。因此,中国公司控制权市场还存在不少迫切需要解决的问题。

一是政府在并购重组活动中的强势主导作用限制了市场竞争机制的发育。拥有强大行政资源的地方政府介入控制权市场,通过国有资产的划拨和转让,在某种程度上推动了公司并购重组市场的形成和发展。但另一方面,地方政府的介入,也破坏了市场机制正常功能的发挥,压制了市场自发创新力量的形成和成熟。

二是公司控制权市场交易方式还比较落后。中国上市公司控制权市场虽然也出现了一些积极的创新,但总体来看还存在交易方式单一、支付手段落后的特点。近年来,虽然大宗股权转让不断增加,但大宗资产重组仍占主流。资本市场上的并购重组长期以来呈现资产重组多、股权并购少的特点。

三是上市公司并购对公司绩效的改善作用较为有限。从长期来看,股权转让型并购的目标公司在并购前实际经营业绩不断恶化,并购后的业绩呈现先升后降态势;吸收合并型并购的收购公司在并购前实际经营业绩均显著高于市场平均水平,并购后的业绩呈现先降后升态势,但与并购前仍存在一定差距。

公司控制权市场是资本市场的重要组成部分。为了真正建立一个公正、高效、有序的控制权市场,必须进一步实质性地改善公司控制权市场的外部制度环境,包括:夯实资本市场基础,提高市场定价效率;优化上市公司股权结构,实现股权结构的多元化;推进国资管理体制改革,实现国资管理的专业化和透明化等。

在发展公司控制权市场的具体措施上,本报告建议:

1. 继续完善有关国有控制权转让和收购兼并的法规。主要是建立良好的法律和监管环境,在不断完善信息披露规则的基础上,主管部门应进一步深化改革,压缩国有控股上市公司在并购重组等重大事项上的审批链条,提高工作效率,鼓励市场创新,建立基于充分信息披露基础上的市场化定价机制和联合监管体制。

2. 正确定位政府的角色和职能。政府在促进国有控股上市公司控制权转移过程中,应更多地注意自身角色的正确定位以及有效运用市场机制,特别是地方政府应从过去那种既是监管者又是所有者代表的双重角色中解脱出来,以保护广大中小投资者利益作为出发点,强化宏观经济管理职能、社会管理职能和服务职能。

3. 强化控股股东义务和中小股东的利益保护。在一定时期内,中国的公司控制权市场仍将以大额股权的协议转让为主要形式。为此,一方面需要强化控股股

东在控制权转让过程中的注意义务、忠实义务和谨慎调查义务；另一方面要加强少数股东权利的保护，使少数股东在利益受到侵害后拥有更多的救济途径。

4.强化对内幕交易和股价操纵的监管与打击力度。证券监管机构应加强信息披露的日常监管，重点打击虚假披露行为，强化上市公司信息披露责任，加大违规成本。研究查处上市公司违法违规行为的提前介入方式，完善处罚机制，把处罚公司与处罚责任人相结合，重点加大对相关责任人的处罚力度。

5.利用公司控制权市场加快国有经济战略调整和国有资本有序流动。要努力改变国有控股上市公司并购重组市场以绩差公司为中心的局面，走出并购重组以价值转移和再分配为主要方式的局面，形成以实质性资产重组为主，以产业整合为特征的国有控股公司战略性并购重组的新格局，实现国有资本的有效运营。

第一章 导论

—

2003 年，上海证券交易所研究中心对中国上市公司治理情况进行了全面的回顾和考察，发布了首份《中国公司治理报告》。在接下来的 5 年中，我们分别对上市公司董事会建设、民营上市公司治理、国有控股上市公司治理、利益相关者与公司社会责任、信息披露进行了专题分析。今年，我们选择公司控制权市场作为分析的主题，既是对之前 6 年研究的自然延伸，也是对中国股权分置改革以来控制权市场迅速发展的一项回应。

新中国的公司控制权市场肇始于改革开放初期，当时，随着国有企业产权改革的逐步开展，以“政府划拨”为特征的公司控制权转让机制逐渐成形。1990 年以后，以沪深证券交易所成立为标志的有组织证券市场正式诞生，基于“市场化”的控制权市场开始快速兴起。但总体上看，由于制度准备严重不足，这一阶段控制权市场发展仍处于较低的水平。

2005 年以来，中国公司控制权市场进入了一个全新的发展期。当年开始的股权分置改革，对上市公司控制权市场发展产生了巨大的推动作用，控制权市场开始进入快速和规范发展的新阶段。

首先，市场规模持续扩大，上市公司并购交易日益频繁，特别是在股权分置改革之后，由于大批上市公司股份逐步走向全流通，为上市公司并购市场打开了巨大的发展空间。以 2008 年为例，尽管全球金融危机使国际并购市场大幅度萎缩，但中国的企业并购规模仍然明显增长，成为全球并购市场中增长最快的部分。

第二，公司控制权市场开始出现多元推进、形式多样、创新不断的新特点和新趋势。从控制权交易的主体看，除传统的国企和国有控股企业外，民企开始成为国有股受让的主力军，外资参与的购并行为也日益活跃。从控制权交易的行业看，在国家行业政策影响下的重组，电力、民航、基础电信业、汽车业和水务领域都相继出台了有关政策措施，直接推动了行业内上市公司的战略性重组或兼并。从控制权交易的方式看，也出现了由简单的协议收购、出售资产、坏账剥离

等过渡到资产置换、举牌收购、买壳上市、要约收购等多种形式。

第三，中国上市公司控制权市场已经建立了一整套以《公司法》和《证券法》为核心，以《上市公司收购管理办法》为主要规则的上市公司控制权市场法律规范体系，形成了较为完整的法律制度框架。这些法规重新调整了上市公司收购制度，力求转变监管方式，激励创新，提高市场效率，对发挥资本市场资源优化配置和价格发现功能，对控制权市场的规范发展，起到了极为重要的作用。

二

顾名思义，公司控制权市场（Market for Corporate Control）即交易或转移公司控制权的市场。早在 1776 年，亚当·斯密就讨论了股份公司中董事对公司的控制权问题。Berle 和 Means（1932）较早从委托与代理关系的角度对公司控制权概念进行了界定。按照他们的逻辑，所有权即剩余索取权，而管理者的权力就是控制权，即实际影响企业剩余分配的权力。Michael Jensen（1992）把公司控制权解释为“对高层经理人员的聘用、开除和确定高层经理工资的权力”（《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》“公司控制权市场”条目）。Tirole（2001）则指出，公司控制权是个人或集体影响公司行为整个过程的权力，包括名义控制权和实际控制权。在控制权界定的基础上，Manner（1965）首次提出“公司控制权市场”这一概念，Jensen 和 Ruback（1983）进一步将其定义为“一个由各个不同管理团队在其中相互争夺公司资源管理权的市场”。由于公司控制权转移通常是以兼并或收购的形式表现出来的，因此，控制权市场也被称为接管市场（Takeover Market）或并购市场（M & A Market）。

公司控制权市场概念突破了古典经济学框架下对企业竞争与垄断的解释，为认识企业兼并收购行为提供了一个全新的视角，也为从公司治理角度认识公司控制权奠定了基础。

从公司治理的角度看，控制权市场主要是一种外部的治理机制，但同时也可以说是公司治理的内生因素之一。

公司治理是一种指导和控制公司的体系。对公司治理的研究主要涉及如何通过诸如合约、组织设计和立法等制度安排，明确公司的不同参与方（股东、利益相关者、董事、经理等）的权利和义务，从而使公司更有效运作。公司内部治理

机制是公司治理最核心的问题。公司的内部制衡属于狭义的公司治理领域，主要涉及公司管理层与股东，或是公司内部人（管理层和控制性股东）与外部股东以及他们之间的关系。这一问题包括两个主要方面，即：（1）股东与公司之间的关系；（2）控股股东与一般股东之间的关系。从委托代理关系的角度看，狭义的公司治理问题的第一个方面实际上主要就是股东与董事会、董事会与经理之间的委托代理关系问题。委托代理关系是一种契约，“在这种契约下，一个人或更多的人（即委托人）聘用另一人（即代理人）代表他们来履行某些服务，包括把若干决策权托付给代理人”（Jensen & Meckling, 1976）。有效的委托代理机制归根结底可概括为两个方面，即代理人/经理人的能力和他们的努力程度。这两个问题实际上也就是公司治理所要解决的根本问题，简言之，就是如何设计企业的最优治理结构，使得有能力的经理人最大程度地为股东（所有者）的利益努力地工作。

从这一角度看，公司内部治理机制可概括为三个方面，即聘任、激励和监督。聘任要解决的是委托人如何选择代理人；激励要解决的问题是代理人是否努力工作，涉及委托人需要采取哪些收益分配激励手段，以使代理人最大程度地努力实现委托人的目标；监督要解决的问题是代理人为谁工作（也包括是否努力工作），强调委托人对代理人行为进行考核和制约，以防止代理人不努力或其行为偏离委托人的利益。

科学的聘任机制是最佳治理结构形成的前提，通过竞争上岗，公开聘任管理人员，是保证经理人能力、努力程度和其行为符合企业目标的重要条件。Fama（1980）指出，运作良好的经理服务市场可防止经理人员对企业进行无效运作，因为，这样将使他们面临失去工作的威胁。

合理的激励机制也是实现最佳治理结构的关键，合理的激励机制要解决的是激励人工作的努力程度问题（也包括为谁工作的问题），一般地，在其他条件不变的情况下，激励越强，经理人工作就越努力，企业绩效也就越好。Hart 和 Holmström（1987）指出，管理层和董事薪水与公司业绩挂钩的薪酬体系有助于刺激他们提高公司业绩。

有效的监督机制是实现企业最佳治理结构的保证，监督机制着重解决经理人为谁工作的问题（也包括经理人工作是否努力的问题），一般地，监督机制越有效，越能使经理人最大程度地努力为股东利益工作，企业绩效就越好。

控制权市场主要是一种源自外部的监督机制，但同时也对激励机制产生作用。一般而言，公司控制权市场通过两个途径作用于公司治理：管理惩戒和股东治理。前者主要表现为控制权市场能够筛选业绩差的企业，并通过替换公司管理

者实现企业业绩的改善，同时，外部控制权市场的存在也可督促非接管目标企业的管理改善。后者主要表现为，作为股份交易的场所，控制权市场可为内部股东和外部人提供了通过征集投票权掌握企业控制权的机制。

三

经过二十余年的探索，发端于改革开放初期的中国控制权市场已经取得了令人瞩目的发展。然而，尽管控制权市场发展十分迅速，但整体上看，市场发展水平还比较低。一个重要的标志是，并购市场的绝对规模和平均交易金额还比较小，与中国作为世界第三大经济体的地位远不相称。此外，中国控制权市场还存在不少有待进一步改革和迫切需要解决的问题：

第一，与成熟市场经济国家不同，政府主导是中国控制权市场交易的核心制度要素，政府干预几乎贯彻上市公司重组过程的始终。尽管在脱胎于计划经济体制的中国资本市场，政府广泛而又直接的行政控制的延续，是中国转轨经济时期有关制度禀赋缺失下的必然和相对有效的重要战略选择，但同时也可能引发诸多问题，例如导致公司控制权市场存在严重的行政性条块分割，单个公司股权集中度过高，控制权转移的行政壁垒过多，存在着地方保护主义和部门保护主义，国有控股上市公司的重组明显偏离公司价值最大化目标，全国统一的公司控制权市场的发展受到严重抑制，上市公司重组效率不高，上市公司控制权资源不能在全社会范围内实现最优配置和最优流动，不能实现真正的优胜劣汰，不少行业产业集中度过低，低质量、低效率的重复投资、重复建设非常严重，难以形成合理的产业组织与企业结构，产业升级缓慢，难以确立和形成可持续的国际竞争优势，同时也加大了信息披露监管和遏制内幕交易等违规违法行为的难度。我们的研究显示，由于大量非市场化的并购重组的存在，中国上市公司控制权的变化对公司财务业绩和公司治理的改善作用有限。

第二，证券市场发展先天不足使得中国控制权市场在一定程度上异化成“壳资源”市场。在 1990 年代中国证券市场恢复发展时期，特定的制度安排导致上市公司数量不多，质量不高，规模偏小，竞争能力不强，抗风险能力低，经营机制不规范，产权不明晰，同时，公开发行作为一种受到政府高度管制的稀缺资源，

导致中国证券市场上出现了一大批具有“壳资源”潜在特征的上市公司，于是保护“壳资源”和“借（买）壳上市”的资产重组现象应运而生，并且成为实现控制权转移的一种重要形式。

第三，大量研究表明，由于特殊的股权结构和法制不够健全，中国上市公司通常存在着严重的内部人控制，存在着严重的内部人基于自己的私人利益滥用公司控制权现象，使得控制权的私人收益水平较高，从而导致一般情况下控制权交易出现较大的溢价，或人为对控制权转移制造种种障碍，对控制权市场的规范发展造成不利影响。

第四，由于(1)严重的内部人控制和基于内部人私人利益最大化的公司盈余管理，导致公司财务数据和账面价值信息不可靠，(2)公司控制权转移时政府审批环节较多，审批链条、流程与时间较长，(3)股票二级市场定价效率不高，市场波动幅度与波动频率太高，并且股票二级市场投资者热衷于“公司重组”概念的“炒作、投机与内幕交易”，导致股票二级市场难以为公司控制权市场提供相对稳定、一致而又准确的价格信号和定价参照系，使得控制权市场的交易难以确立合理的定价依据和成熟的定价模式。现阶段监管层对控制权转让的市场定价要求，往往基于转让信息开始公开披露前一段时间的二级市场交易均价，但由于控制权转让过程颇费时日，往往导致控制权转让交易实际实施的时间和相对应的市场价格水平，与定价基准时间及当初的基准价格水平相差甚远，从而使这种行政硬性约定的定价方法的不完善性直接凸显了出来。

第五，内幕交易和市场操纵成为中国公司控制权市场健康运行的巨大障碍。在转轨经济以及证券市场发展初级阶段，市场投机现象通常较为严重。中国也不例外。于是，利用上市公司资产重组改善公司业绩，便和市场投机产生了直接的联系，市场上真真假假的资产重组消息，以及各种“财务报表式的重组”，不仅产生了大量的投机机会，客观上也为内幕交易和信息操纵、股价操纵提供了土壤。这种现象的存在，既直接损害了市场的公正和不知情投资者的利益，也严重制约了控制权市场的能力建设，导致市场扭曲变形和缺乏足够的价值创造能力。

四

公司控制权市场是资本市场的重要组成部分，客观上说，控制权市场发挥积

极作用需要资本市场自身的完善和发展。例如，资本市场具有良好的定价能力和定价机制，二级市场股票价格能够较好地反映企业的内在价值，外部股东的财产权利能得到很好的保护，就是控制权市场充分发挥管理惩戒作用的一个重要前提。我们的研究表明，在当前法律环境尚不够健全、国家主导经济发展的转型经济条件下，中国控制权市场进一步发展的关键，是外部股东财产权利的有效保护和控制权交易的市场化运作。为此需要：

第一，市场机制合理化。核心是创造适宜的配套环境，夯实资本市场基础，形成完整的资本市场产品结构和完善的定价机制，保证资本市场运作质量，提高股票二级市场和公司控制权市场的定价效率，为公司控制权市场提供正确的价格信号、价格形成机制和有利的市场约束，使控制权市场优化资源配置、优化产业结构、提升优秀企业整合外部资源能力的积极效应，能得到充分发挥。

第二，股权结构多元化。进一步打破各类股份的界限，通过优化上市公司股权结构和降低股权集中度，逐步实现上市公司股权结构的多元化和合理化，削弱大股东对上市公司的超强控制权，形成互相制衡的现代企业产权主体，推进基于经济主体利益动机的公司控制权市场的发展和壮大。

第三，控制权运作透明化。为外部股东的财产权利提供有效保护，进一步强化关联交易的信息披露与监管，并参照境外市场的最佳做法，完善公司管理层薪酬、福利与在职消费披露机制，切实防止大股东或内部人的“掏空”行为和其他各种滥用公司控制权损公肥私的行为。

第四，行政干预有限化。正确定位政府在公司控制权市场中的角色和职能，在国有控股上市公司控制权转移过程中更多、更有效地运用市场机制。使政府特别是地方政府从过去那种既是监管者又是所有者代表的双重角色中解脱出来，强化政府的宏观经济管理职能、社会管理职能和服务职能，弱化政府在控制权转让过程中的行政干预现象。进一步推进国资管理体制的改革，实现国资管理的专业化、透明化和目标单一化。

第五，场外交易场内化。在健全场外控制权交易市场的同时，引入控制权转让的竞争机制，包括尽可能采取拍卖、招标、集中市场调剂挂牌及电子报价等能够充分发挥竞争效应的交易和转让机制。

第六，审批与监管高效化。在简化审批流程和提高审批效率的同时，进一步

加强监管，建立基于充分信息披露基础上的监管制度，建立包括中国证监会、证券交易所和相关部门的联合监管体制，严惩控制权交易过程中可能存在的内幕交易和股价操纵行为。

股权分置改革推动中国资本市场迈入了全流通时代，使市场在质和量上取得了巨大的进展，这一进展为中国上市公司控制权市场进一步完善奠定了基础，为形成以实质性资产重组为主，开创以产业整合为特征的战略性并购重组的新格局，创造了条件。在中国资本市场日新月异发展的大背景下，中国上市公司控制权市场必将向更健康、更繁荣、更具效率的方向发展，为上市公司做强做大提供有力的支持。

第二章 中国上市公司控制权市场的形成与发展

引言

公司控制权是对公司全部经营活动构成影响的权力，包括依据所有权获得的控制权和不依据所有权获得的控制权两种。这两种控制权均会影响公司的治理结构和治理效果，进而影响到公司的价值。由于控制权在公司经营中的决定性作用以及由此派生的控制权收益，以并购为主要形式、以获取公司控制权为主要目标的公司控制权市场得以形成，成为现代资本市场的重要组成部分。

伴随着中国资本市场的形成与发展，中国上市公司控制权市场逐渐发展起来。由于中国资本市场是在 20 世纪 90 年代初计划经济的环境中建立起来的，具有典型的转轨加新兴市场的特征。因此在这一市场中孕育并发展起来的中国上市公司控制权市场，也经历了较为困难的发展历程。在控制权市场的发展过程中，一方面存在着成熟市场并购交易模式如何适应中国证券市场特殊国情的挑战，另一方面存在着政府强大的行政力量和市场参与者追逐利润的不择手段之间的博弈。经过近 20 年的发展，中国上市公司控制权市场基本形成了完整的法律制度框架，在推动资本市场发展、改善公司治理、提高资源配置效率和促进产业结构调整方面逐步开始发挥重要的作用。

本章回顾中国上市公司控制权市场从出现到繁荣的历史过程，分析推动这一市场发展的主要动力，并总结这一市场的主要特点。

上市公司控制权市场的形成与发展

企业并购作为现代市场经济的一个重要机制，在新中国最早是以国有企业重组的形式出现的。通常人们把 1984 年 7 月保定市锅炉厂兼并保定市风机厂作为建国后中国企业并购第一例。而中国上市公司控制权市场的形成与发展，则与中国证券市场的建立与成长保持同步。1990 年 12 月 19 日上海证券交易所的成立，标志着中国资本市场进入了快速发展的历史阶段。从最早的“老八股”，到

大批国有大型企业发行上市，上市公司已经成为中国经济体系中至关重要的力量。在这一进程中，上市公司控制权市场也从无到有地发展起来。一般而言，人们把 1993 年国务院颁布“股票发行管理暂行条例”和宝安收购延中实业看作中国公司控制权市场开始形成的开端，把《上市公司收购管理办法》的出台视为市场走向规范化发展的一个标志，把股权分置改革认定为市场新阶段的开始。根据市场发展的不同情况，将之划分为四个历史发展阶段：起步阶段（1993—1996 年）；快速兴起阶段（1997—2001 年）；规范发展阶段（2002—2005 年）；新阶段（股权分置改革以来）。

1. 起步阶段

中国资本市场中的并购重组，发端于 1993 年。1993 年以前，中国证券市场处于试点阶段，上市公司数量较少，法律制度还很不健全。上市公司的并购主要受市场自发力量的驱动，属于偶发性质。1994 年以后，并购重组活动开始加快，出现了国有股权转让案例、外资企业并购、法人股股权协议转让等并购形式。但总的来看，并购规模很小，资产重组的动机主要是通过买壳获取融资渠道，重组方和被重组方多为国有企业，股权划拨为主，并没有从根本上改变上市公司的国有控股性质。

1992 年 7 月，在深圳证券交易所上市的原野公司因为财务欺诈被停牌，大批投资者遭到巨大损失。1993 年 3 月，深圳市政府决定对该公司进行重组，经过近 10 个月的努力，原野公司股权得到了大规模的行政性重组，并于 1994 年 1 月以世纪星源股份有限公司的名义复牌。此举在中国股票市场上开创了用行政手段对上市公司进行资产重组的先河，这一模式从此广泛采用。

1993 年，在中国资本市场发展历史上还发生了一件通过二级市场争夺上市公司控制权的案例，即著名的“宝延风波”。深圳证券交易所的上市公司宝安集团通过二级市场不断购买上海上市公司延中实业的股票，引起了轰动。尽管这次收购行为存在诸多问题并被中国证监会处罚，但通过二级市场举牌收购上市公司股票在中国是首次，产生了深远的影响。

专栏 2.1

中国上市公司并购第一例——宝延风波

宝安收购延中实业（简称延中），是沪深证券交易所建立后不久发生的、中国上市公

司控制权争夺第一例。宝延风波发生在 16 年前，这一事件对于中国上市公司控制权市场的形成和发展，具有重要意义。

在上海证券交易所成立之后，市场得到了快速发展。1993 年 9 月初，上海证券交易所和上海证券中央登记公司联合推出了一项重要措施，允许法人作为机构投资者进入股票二级市场。在此之后，“老八股”之一的延中实业股票价格开始持续上涨，市场传说延中股价遭到操纵，但很少有人想到有人觊觎延中实业公司的控制权。

9 月 30 日上午，上海证券交易所突然宣布延中实业停牌，深圳宝安集团上海公司发出公告称：“本公司于本月已拥有延中实业股份有限公司发行在外的普通股 5% 以上的股份。”作为一家股份全流通的上市公司，延中的全部股本只有 3000 万股，其中 91% 是分散的个人股。对于延中的管理层和职工而言，宝安的行动非常突然，他们既缺乏任何思想准备，也对宝安的意图充满疑惑。而宝安集团上海分公司的总经理在接受记者采访时，直言想参与延中的经营管理。在随后的争执中，延中管理层认为宝安上海公司的收购行为存在延中的违规之处，宣布讲诉诸法律程序来维护公司利益。双方争执不下，最终引起了中国证监会的干预。

经过调查，中国证监会认定，在买卖延中股票过程中，宝安集团及其关联企业，在信息披露等方面存在违规行为（当宝安第一次发布公告的时候，它和它的关联企业实际持有的延中股份已经达到了 10.65%，远远超过了 5% 的警戒线。同时，在发布公告的当天下午宝安公司又大量继续买进，将持股量增加到了 17.07%）。尽管认定宝安违规，中国证监会却确认宝安上海公司所购买的延中股权有效。在这样的背景下，宝安和延中实现了和解。在不久后召开的延中临时股东大会上，延中的管理层发生了变动，宝安上海公司总经理出任延中实业董事长，但延中实业的基本管理队伍没有改变，原董事长改任副董事长，总经理留任。

宝延风波的重要意义在于，它首次将利用股票市场实现参股、控股的概念和投资方式引入了中国股票市场。此后不久，又发生了数起对全流通上市公司的收购事件，如深圳万科收购中华实业、深圳天极光电技术公司收购小飞乐等。宝延风波过程中发生的一系列争执，也促使人们认识到中国股票市场上公司并购的困难性，预示了未来中国上市公司控制权市场发展的艰难与曲折。

资料来源：根据有关报道改写。

1994 年，珠海恒通集团协议收购了沪市上市公司——棱光股份的母公司所持有的 35.5% 的国有股，成为棱光股份的第一大股东，并全面接管了棱光股份的管理权。这次收购是中国股市发展史上的第一次协议并购行为，也是首例得到中国证监会全面要约收购豁免权的资产重组行为。虽然在以后的实践中，恒通对棱光的收购行为逐步演化为信用重组行为，即由上市公司为大股东提供担保而把上市公司当成了“提款机”，恒通集团通过此方式得到了 8 亿元之巨的贷款，但这种协议重组并进行要约收购豁免的重组方式在中国股市中却产生了持久的和深刻的影响，在此后的 7 年里，中国股市中的资产重组大都是效法或是演绎了类似

的方式和行为。

1995 年还出现了外资并购。当年 7 月北旅公司以协议方式向外资转让不流通的非国有法人股 4002 万股，占总股本 25%，后受制于 1995 年 9 月国务院办公厅“关于暂停将上市公司国有股和法人股转让给外商请示”的通知，外资企业从此不得通过收购国有股权控股内地上市公司。

从法律法规上看，这一阶段的中国上市公司控制权市场法律体系建设较为落后。1989 年，《关于企业兼并的暂行办法》对企业兼并各方面做了较为详细的规定，初步提出了企业的兼并形式，并规定了对被兼并企业资产的评估作价方法。但当时国内证券交易所尚未建立，企业兼并并不涉及上市公司股权的转让。1993 年 4 月，《股票发行与交易管理暂行条例》颁布，对要约收购做了初步的规范。1994 年 7 月 1 日施行的《公司法》涉及到“上市公司收购”的概念，但只是对发行人回购自己发行在外股票的相关规定，把公司合并分为吸收合并和新设合并两种，除此之外，《公司法》对上市公司收购没有其他的明确规定。

总体来看，这一阶段的上市公司控制权市场的特点是：市场发展处于很低的水平，法律制度和市场规则准备严重不足，监管严重滞后，并购活动不活跃。

2. 快速兴起阶段

1997—2001 年期间，为中国控制权市场快速发展的阶段。这一阶段，控制权转让数量大大增加，并购重组成为股票市场热点。由于当时的宏观经济环境较为困难，为了使经营绩效不佳的国有控股上市公司摆脱困境，国家出台了一系列政策措施，为国有控股上市公司并购提供了有利环境。在 1997 年以后，并购重组在中国股市上就已经发展成为一种比较普遍的现象了。

这一阶段的特点可以概括如下：

第一，并购重组成为一股浪潮。1997—2001 年，兴起以协议收购和区域性重组为主的资产重组浪潮。这股浪潮是从 1997 年的上海本地股重组开始的，其中上海地方政府在推动上海本地上市公司重组方面发挥了重大作用。望春花、电器股份、英雄股份等一批上海本地股经过几年的重组，基本面大大改善，融资能力也得到提升，上市公司和投资者都获得了双赢，到 2001 年，上海市 115 家上市公司中有 70% 以上完成了重组，2000 年上海市上市公司净资产收益率、每股收益首次超过沪深两市平均水平。在其带动下，这种以资产运作为纽带，通过协议收

购、强强联合、借壳上市等方式的资产重组可谓一浪高过一浪。从特点来看，1999年上市公司资产重组的特点是以网络、高科技为主要领域，2000年上市公司资产重组主要是围绕绩差上市公司。

第二，上市公司资产重组进入了一个混乱期，“报表重组”泛滥。在经历了1996-1997年的以价值发现为特征的绩优股投资后，市场主力随后发现了资产重组这一新兴战场，期望通过重组来“提升”公司内在价值，从而回避高股价风险和获取暴利，题材耗尽时转向资产重组的历史轮回就此拉开。1998年，以津国商（后更名为南开戈德）、阿城钢铁（后更名为科利华）为代表的重组股开始粉墨登场，初步取得远超大盘的涨幅。而后来作为庄股神话的德隆系三驾马车（新疆屯河、合金投资和湘火炬）也已经逐渐成形。1999年开始，所谓“庄股”违规操作开始大规模泛滥。在政策催生的“5·19”行情中，网络股和高科技（先是有线电视，后是电子商务）极大地激发了市场对点石成金神话的想象，重组正式进入了概念炒作时代。进入2000年中期，大牛市的效应，使得绝大多数个股的股价居高不下。概念重组向报表重组过渡，通过重组来改善一些绩差公司的基本面，进而在大盘处于高位时仍有获取暴利机会成为一些庄家们的主要思路。其中，最让人瞠目结舌的记忆便是吕梁领导下的中科系，那个庄家狂舞的年代，今人思之，仍心惊胆寒。接下来的两年，这样的投机性重组愈演愈烈。2001年中期，非经常性收益占利润总额的比重已上升为28.41%。

根据我们对1998至2001年重组的沪市A股ST、PT上市公司抽样分析发现，样本公司的经营业绩在重组当年或重组后的次年出现正向变化，随后呈下降的态势，这表明重组既没有在整体上推进上市公司的持续发展，还不乏虚假重组、恶意重组，甚至借资产重组之名圈钱或操纵股价牟取暴利的情况。

表 2.1 1999-2001 年沪市 A 股 T 类公司重组前后净资产收益率变化

	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年
1998 年重组公司	-38%	9%	14%	1%	-17%
1999 年重组公司		-119%	-454%	-1814%	621%
2000 年重组公司			-33%	12%	6%
2001 年重组公司				-9%	9%

注：1999 年 T 类公司中只有 PT 红光一家进行过重组。

资料来源：根据 Wind 数据库有关数据整理计算。

第三，上市公司资产重组沦为股价操纵的工具。在这一阶段，上市公司的资产重组以超常规的速度进行，对应的公司股票在二级市场的表现也如日中天，而且成为了一个新的板块——重组股板块。从 1997 至 2000 年深沪两市个股和板块的整体走势来看，重组股板块不仅远远地跑赢了大盘，而且也跑赢了许多板块。根据统计，在 1997 年 1 月 2 日以前上市的 514 只个股中，从 1997 年 1 月 2 日到 2000 年 12 月 29 日的 4 年间，涨幅超过 200% 以上的个股达到 182 只，其中 125 只为重组股，占 182 只涨幅超过 200% 个股的 68.68%，占 514 只个股的 24.32%。其中涨幅超过 400% 的个股达到了 63 只，而重组股为 42 只，占 63 只涨幅超过 400% 个股的 66.66%。虽然上述统计只涵盖了 1997 年 1 月 2 日之前上市的 514 只个股，结果还不能完全囊括中国所有的重组股在二级市场上的表现，但也基本上反映了重组股在股票市场的疯狂特征。根据统计，有五只重组股在 1997—2000 年的 4 年间涨幅超过了 10 倍，即平均每年按算术平均计算涨幅超过了 250%。

这一阶段对于中国控制权市场的发展具有重要意义：一方面，这一时期是较为混乱的特殊阶段，以操纵股票价格为目的的虚假交易泛滥，与资产重组相关的内幕交易盛行，助长了市场的投机行为，投资者权益遭到侵犯，投资者信心受到伤害，中国证券市场的声誉也因此蒙尘；但另一方面，尽管存在诸多负面因素，控制权市场正是从这一阶段开始进入了活跃期，中国证监会和沪深交易所也全方位地加强对并购活动的监管，随着监管的加强，一批法律法规得以制定颁布，并购重组活动在操作上日益规范，法规和会计准则也日益完善，中介机构特别是证券公司投资银行业务的技术水平提高并开始并在并购重组活动发挥重要作用。

3. 规范发展阶段

2002—2005 年，是中国上市公司控制权市场规范发展的阶段。1999 年 7 月，《证券法》正式颁布实施，中国证券市场开始进入有法可依的阶段。2002 年 9 月，证监会颁布了《上市公司收购管理办法》，稍后又颁布了《关于向外商转让上市国内公司国有股和法人股有关问题的通知》等各种规章制度，逐步建立了一个较为完整的并购法律法规体系，使控制权市场逐步走向成熟。

1999 年《证券法》的出台是中国并购立法的一次重大突破，专门就上市公司收购方式、收购条件、收购程序、收购活动的监管、信息披露等方面作出了原

则性规定，明确了上市公司收购的两种主要形式——协议收购和要约收购，并采取较为宽松的立法宗旨，鼓励上市公司兼并收购行为的发展。经过较长时间的酝酿，并吸取之前证券市场存在严重违法违规行的形势，中国证监会制定了《上市公司收购管理办法》及配套法规，借鉴成熟市场经验，对上市公司收购操作程序作了详细界定，使实践中各种类型的收购有了具体的操作指引。它与 2001 年底颁布实施的《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》和其后实施的《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》等规范性文件一起，构成了以充分信息披露为基础、鼓励上市公司实质性收购的公司收购法律制度框架，推动新一轮实质性资产重组浪潮的悄然兴起。

随着相关法律法规的健全，上市公司资产重组进入规范期。2003 年，价值投资理念首次得到演绎。尽管为保牌而实施的年底突击性重组和报表性重组仍然存在，但许多 ST 公司加大了实质性重组的力度，并成为公司扭亏为盈的重要手段。包括*ST 鸿基、ST 永久、ST 西化机、ST 宗动等公司，通过股权转让、债务重组、资产剥离、收购兼并等多种购并重组方式，盘活现有存量资产，积极引入优质项目，从而提升公司整体资产盈利能力。2004 年开始，地方国资管理部门开始挑起大梁，上市公司重组从过去财务性“保壳”为主逐步过渡到地方政府从产业角度“整合”的重组；重塑主业、夯实“核心”成为当年资产重组的主旋律。

从控制权市场的规模来看, 2002 年开始, 沪深 A 股市场上市公司股权交易快速增长, 总体规模和单只交易规模都有了很大增长。2005 年, 沪深两市共有 294 家上市公司发生股权转让, 交易总金额达到 242.85 亿元人民币。

表 2.3 沪深 A 股市场上市公司股权转让交易统计(1996-2009 年)

年份	上市公司股权转让交易公司数	交易金额(万元)
1996	15	1714
1997	40	161017
1998	116	315132
1999	117	399691
2000	148	618607
2001	205	881718
2002	215	1577562

2003	308	2325101
2004	342	4638115
2005	294	2428524
2006	410	3410611
2007	286	2823826
2008	263	2862900
2009*	90	1199317

注：*代表 2009 年为 1-3 月统计数据。

资料来源：Wind 数据库。

另一方面，由于我国上市公司大多脱胎于国有企业，上市公司并购重组活动大多由政府主导，呈现出较为浓厚的行政色彩，上市公司控制权市场的市场化程度不高。特别是一些地方政府积极推动“国退民进”，这种急功近利的做法，推动了所谓“借壳”、“买壳”的浪潮，导致一批缺乏诚信、不具备实力的民营企业入主上市公司后，将上市公司作为提款机，违规占用公司资金或提供担保，将关联交易非关联化输出利益，严重侵害了上市公司和中小股东的合法权益，大股东侵占上市公司资金等问题越演越烈，迫切要求证券市场尽快完善市场诚信建设，要从源头加强对收购人和重组方的监管，并强化持续监管。

4. 新阶段

2005 年开始的股权分置改革，深刻地改变了中国资本市场的运行基础，同样给上市公司控制权市场带来了巨大的变化。这一阶段，上市公司并购重组进入快速发展阶段，表现出以下几个方面的特点：

第一，股权分置改革成为推动上市公司并购重组的重要因素。2005 年开始的股权分置改革逐渐改变着一股独大的局面，由于股权改革的多方需要和控股需求，资产注入成为一种必要。2006 年，在股改攻坚的同时，“外资可投资 G 股和新上市公司”将并购概念带入视野，股改对资产重组的推动作用不断释放，约有 15% 的股改公司发生重组。

第二，上市公司并购方式日益丰富，不断创新。随着股权分置改革的顺利推进，中国股票市场进入了一个空前的价格上涨、投资者积极参与、市场规模扩大的繁荣阶段，对上市公司控制权市场产生了巨大的推动作用。2007 年以来，上市公司并购重组开始呈现多元推进的特点。并购重组形式由简单的协议收购、

出售资产、坏账剥离过渡到外资并购、资产置换、举牌收购、买壳上市、要约收购等。第一百货吸收合并华联商厦、电广传媒以股抵债、ST 宁窖资产重组都以全新模式引起市场关注。2002 年发生重组最多的行业分别为综合类、机械设备、批发零售、社会服务、纺织服装；2005 年则为机械设备、化工、批发零售、纺织服装、房地产等；而 2007 年，则大规模向黑色金属、有色金属、交通运输、房地产、生物医药、造纸印刷等行业扩散。与此同时，同业兼并多起来，民企成为国有股受让的主力军，外资参与的购并行为日益活跃，而且，在国家行业政策影响下的重组。电力、民航、基础电信业、汽车业和水务领域都相继出台了有关政策措施，直接推动了行业内上市公司的兼并，这些重组往往具有实质性内容。如出于收缩性重组战略的考虑，中石化、中石油两大集团对旗下的上市公司进行了股权转让，这类公司转型较为彻底，湖北兴化转向能源、三星石化转向电子信息，其中湖北兴化成为首家获得重组审核委员会有条件通过重大上市公司重组方案的上市公司。在股权分置改革完成后，整体上市成为市场的一股潮流，大批国有大型企业通过并购重组实现了整体上市。

第三，战略并购崭露头角。上市公司并购从保壳、保配等目标，逐步开始转向大型企业的战略型联盟。这表现在三个方面：一是在国家行业政策影响下部分行业的整合开始加速，如电力、民航、电信、汽车、公用事业等领域相继出台了有关政策，直接推动行业内上市公司的并购重组；二是横向兼并增多，如燕京啤酒、北京华联、宝钢股份等；三是外资作为战略投资者获得了进入中国的诸多便利，外资并购增长加快。战略并购的兴起将改变我国并购市场格局，推动中国控制权市场向成熟化、规范化和规模化发展。

第四，并购立法趋向完整。这一阶段，考虑到国民经济战略性结构调整和增长方式的转变，以及证券市场发展的需要，证监会着手修订了一系列法律法规，包括新《证券法》、《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》、《上市公司收购管理办法》、《关于外国投资者并购境内企业的规定》、《企业会计准则——应用指南》等。这些法规重新调整了上市公司收购制度，力求转变监管方式，激励创新，提高市场效率，建立了一个完整的上市公司并购重组法律体系。这一规则体系的建立，有利于发挥资本市场资源配置的功能和价格发现功能，有利于控制权市场的规范发展。

中国控制权市场不同发展阶段的并购立法

<p>起步时期：1989-1996</p>	<p>1989年2月19日，《关于企业兼并的暂行办法》对企业兼并各方面做了较为详细的规定，初步提出了企业的兼并形式，并规定了对被兼并企业资产的评估作价方法。</p> <p>1993年4月22日，《股票发行与交易管理暂行条例》对要约收购做了规范。</p> <p>1994年11月3日，《股份有限公司国有股权管理暂行办法》。</p>
<p>快速兴起阶段：1997 - 2001</p>	<p>1998年12月29日，《中华人民共和国证券法》，确立了上市公司协议收购的法律地位，收购主体放松了限制，提高了举牌临界点的数量规定，从而大大减少了二级市场的收购成本。</p> <p>2000年11月6日，《关于债转股企业规范操作和强化管理的通知》强调债转股工作要保证质量、加快进度、规范操作、强化管理。</p> <p>2001年初，四项独立审计准则，分别从会计准则的角度对上市公司重组并购进行了规范，制约了上市公司利用债务重组、非货币性交易和无形资产来操纵公司利润。</p> <p>2001年2月22日，《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》对一些严重资不抵债、无法持续经营，特别是被ST多年的上市公司的退市问题做出规定。</p>
<p>规范发展阶段： 2002-2005</p>	<p>2001年10月8日，《关于上市公司涉及外商投资有关问题的若干意见》对境内外商投资企业发行上市股票行为予以规范，对完善我国证券市场上市公司结构、促进证券市场的规范和发展、增强我国对外资的吸引力起到积极作用。</p> <p>2001年12月10日，《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》确立了上市公司重大资产重组的原则和应符合的条件，强化了对资产重组行为是否实质提升上市公司业绩的考察，遏制损害中小投资者利益的行为。</p> <p>2001年12月21日，《关联方之间出售资产等有关会计处理问题暂行规定》有利于真实反映上市公司与关联方之间交易的经济实质，抑制利润操纵。</p> <p>2002年9月28日，《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》</p> <p>2002年11月1日，《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》</p> <p>2002年11月1日，《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》放松了对外资并购控股地位的限制。</p> <p>2002年11月8日，《利用外资改组国有企业暂行规定》规定了国有企业（金融企业和上市公司除外）向外资转让国有产权、股权、债权和资产，或者接受外资增资，改组为外商投资企业的有关政策。</p>

	<p>2002年12月30日,《关于加强外商投资企业审批、登记、外汇及税收管理有关问题的通知》</p> <p>2003年3月13日,《外国投资者并购境内企业暂行规定》对并购领域,评估方法,法律地位等问题做出规定,使外国投资者的并购活动有了可以遵循的法律依据</p> <p>2002年11月4日,《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》允许向外商转让上市公司的国有股和法人股,明确规定相应原则、条件和程序,暂停多年的外资并购上市公司得以重新全面启动。</p> <p>2002年12月1日,《上市公司收购管理办法》对上市公司收购做出了界定并突出强调了诚信义务。配套制订的《信息披露办法》保障了证券交易的信息公开,对推动证券市场诚信体系的建设具有重要意义。</p>
新阶段: 2005年以后	<p>2005年10月27日,新《证券法》提出了部分要约收购,有利于推进上市公司收购的市场化行为。</p> <p>2005年12月31日,《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》首次放开了外国投资者投资上市公司A股的限制,并完善了战略投资的退出渠道,促进股改和上市公司治理结构的转型以及质量的提高,并增加对外国投资者的监管透明度。</p> <p>2006年2月24日,《关于外国战略投资者开立A股证券账户等有关问题的通知》</p> <p>2006年5月,《关于进一步加快推进清欠工作的通知》,提出鼓励上市公司通过多样化的支付手段进行收购兼并实现整体上市,消除占用资金的根源。</p> <p>2006年9月1日,新《上市公司收购管理办法》将强制性全面要约收购方式调整为由收购人选择的要约收购方式。强制信息公开披露,切实保护中小股东的合法权益。简化审核程序,强化对中介机构的要求,充分发挥市场机制的约束作用。强化公司治理要求,对管理层收购严格监管。</p> <p>2006年9月8日,《关于外国投资者并购境内企业的规定》明确规定了外国投资者以股权作为支付手段并购境内公司。</p> <p>2006年8月15日,《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》,一方面可以使转让价格更好,另一方面可以节约大宗流通股股份转让的时间以及资金,提高了股份转让效率,在一定意义上增加了并购的成功率。</p> <p>2006年8月15日,《上市公司收购管理办法》配套五个信息披露内容及格式准则,强化了上市公司控制权变化的透明度,为维护市场秩序、保护中小股东的利益提供基本保障</p>

	<p>2006年11月14日,《企业会计准则——应用指南》对提高国内公司会计信息透明度,增强外资并购吸引力,降低并购成本,存在着繁荣上市公司兼并收购活动,对提升中国资本市场的国际竞争力有现实的推动作用。</p> <p>2008年4月18日,中国证监会正式发布《上市公司重大资产重组管理办法》。新规章旨在为上市公司并购重组建立良好的法规和监管环境,通过完善交易决策和批准程序、增加股份支付等必要的并购工具、强化中介机构作用和责任等措施,鼓励与支持并购重组创新。</p> <p>2008年7月4日,中国证监会发布《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》,明确对证券公司、投资咨询机构以及其他符合条件的财务顾问机构从事上市公司并购重组财务顾问业务实行资格许可管理,同时规定了财务顾问主办人的相关资格条件。</p>
--	---

资料来源:根据有关资料整理。

第五,控制权交易的定价基础仍然不够完善,并购重组中的一些问题也依然存在。例如,控制权交易过程中的信息泄漏、市场操纵和内幕交易仍然较为严重;重组活动从公告到审批实施过程周期太长,给定价带来一定的困难;等等。

展望未来,中国经济的持续增长为中国资本市场未来发展提供了良好的基础,同样也为中国上市公司控制权市场的未来成长提供了巨大的发展空间。在股权分置改革成功完成之后,中国资本市场改革开放的步伐将进一步加快,当前制约上市公司并购重组的一系列障碍和问题将逐步得到解决,从而推动中国上市公司控制权市场更健康地发展,更充分地发挥控制权交易对改善公司治理、优化产业结构、提升企业经营绩效的积极作用。

中国公司控制权市场发展的驱动力量

在资本市场上,资本的力量通过上市公司并购活动争夺或调整着对公司的控制权。从最原始的动机来看,上市公司控制权的转移或者调整,或者是为了追逐利润的动机,或者是为了应对竞争的压力,都是出于市场经济活动的动机。金融理论进一步把影响企业控制权交易的动因细化为五个因素:生产经营协同效

应；财务协同效应；企业发展动机；市场份额效应；战略动机。然而，脱胎于计划经济体制的中国资本市场，政府保留了巨大的行政力量。在这样的制度背景下，由于支持控制权市场健全运作的市场机制和法治规则等社会组织能力禀赋相对缺失和发育滞后，导致自我约束、竞争约束、行业自律、司法约束和监管约束的巨大空白，市场参与者未受节制的贪婪和各种不当行为带来的无序，政府的行政控制作为伸手可及的能力禀赋遂便捷地成为一种替代和填补这些缺失的约束机制的重要战略选择。因此，在市场驱动因素之外，政府的行政干预在中国上市公司控制权市场的形成和发展过程中扮演了重要角色。

1. 市场驱动因素

中国证券市场从诞生之日开始，在强大的政府行政力量阴影之下，市场化的驱动力量也逐步成长起来。在现实的世界中，逐利是人的一种本性。现代资本市场也是人性的一种演绎，混合着创造价值与损毁价值的两种力量。当存在恰当的外部力量约束情况下，市场成员本着逐利的动机，同样可以推动资本市场效率的提升和功能的完善，包括控制权市场的有序和高效。但在中国资本市场外部约束机制存在严重缺失的情况下，市场驱动力量可能将市场推向无序的状态，就控制权市场而言，缺乏控制和约束的市场力量将给控制权市场带来混乱和无序。

一方面，就正常的企业并购动机而言，诸如追求经营协同效应、财务协同效应和市场份额等传统企业并购动机的市场化动因，在中国资本市场依然存在。资产重组也是证券市场资源配置功能发挥作用的关键所在。通过资产重组，将经营效率差的公司排除出去，而将经营管理水平好的企业引入证券市场，才能够充分发挥我国证券市场的资源配置作用。中国证券市场仍然是一个年轻的、不成熟的证券市场，只有积极发挥资产重组的作用，才能够推动证券市场的不断发展和日益成熟。尽管中国上市公司资产重组还存在许多严重的问题，但不容否认资产重组对证券市场发展还是起到了积极作用的，不少上市公司的资产重组确实给上市公司带来了新生，给证券市场带来了新鲜的血液，实现了重组过程中的价值创造，促进了证券市场的发展。事实上，随着中国资本市场和社会主义市场经济的不断发展，积极利用资本市场，开展资本经营已经成为许多企业的重要经营内容。通过上市公司资产重组，追求财务协同效应和经营协同效应，实现企业更快地发展，获得更大的市场份额，追求战略发展目标，是我国证券市场发展的自然要求。

在国有企业体制改革过程中, 管理层收购也是我国上市公司控制权发生变化的一个重要因素。通过管理层收购, 改变企业所有权属性, 进而改善经营管理机制, 在一段时期内曾经是非常流行的做法。一些企业, 如特变电工等, 也确实成功地通过管理层收购实现了改制, 企业也获得了良好发展。但在管理层收购发展过程中, 也出现了一些严重的负面问题, 最终使得国有资产管理部门停止了管理层收购的尝试。

另一方面, 由于中国资本市场存在的制度特征, 以下一些特别因素在上市公司控制权市场发展演变过程中也发挥了重要作用:

首先, 证券市场发展先天不足造成部分上市公司经营业绩低下成为“壳资源”。

在我国证券市场初建时期, 特定的制度安排导致上市公司质量不高、规模偏小、抗风险能力低、经营机制不规范、产权不明晰, 在市场竞争处于不利地位, 这是“壳资源”形成的重要阶段。特别在我国股份制试点较早的省市, 基于当时的制度环境, 主动选择了在商品经济中缺乏竞争力的企业成为现代企业制度试点的首选对象, 其中不少被逐步推上了证券市场(包括后来以解决历史遗留问题方式上市或以占用额度上市的企业)。但是, 这种上市公司并没能从根本上改变经营状况, 更多的只是积累了大量经验为规范股份制改造奠定了基础, 为培养人民群众的金融和投资意识作出了贡献。这些数量众多的上市公司没有形成优势产业或成为龙头企业, 通常都具备“壳资源”的潜在特征。

1992年以后, 在对当时的证券市场进行管理和对市场资源进行分配的过程中形成的额度管理制和两级审批制, 一方面有利于规范证券市场, 发挥地方政府和中央主管企业信息拥有较为全面的优势, 另一方面也导致形成更多的“壳资源”。1995年以前, 额度管理办法以限规模不限家数为主要特征, 因此各地方为了用足额度, 在没有合适上市公司时搞“拉郎配”, 在分配时将额度“蛋糕”切小, 使许多不具备上市资格的企业挤进股票发行行列, 有的地方甚至将企业车间分离包装上市, 导致我国证券市场上出现了一大批具有“壳资源”潜在特征的上市公司。国家明确提出支持国有大中型企业转机改制的指导方针, 一大批国有大中型企业经过改制走上中国的证券市场, 却有不少业绩优良、发展前景看好的民营企业却被拒之于证券市场大门外, 产生了出现了企业上市的不公平性和非市场竞争性。于是, “借(买)壳上市”的资产重组现象应运而生, 一大批经营状况

差的上市公司成为市场追逐的“壳资源”。

其次，市场投机和股价操纵是我国上市公司并购活动中的一个推动因素。

由于种种原因，我国证券市场在发展过程中存在一些先天不足，市场投机现象较为严重。应该说，上市公司资产重组在一开始并没有和二级市场投机有太多联系，但随着我国证券市场的发展，一些问题逐渐浮现出来。相当多的上市公司资产重组和市场投机产生了直接的联系，往往是一边在暗箱操作，进行上市公司资产重组，另一边是投机机构在悄悄低价买入上市公司股票，吸纳今后获利的“筹码”。到资产重组消息宣布时，股票价格已经涨幅惊人。一旦重组成功的消息宣布，股价已经到达顶端，此时买入股票的中小投资者则难以摆脱高位套牢的命运。在这样的背景下，证券市场上资产重组的消息漫天飞，真真假假的消息之间掩藏了股价操纵的黑幕，出现了许多专门寻找重组对象，利用资产重组改善上市公司“基本面”，从而大幅度地拉抬股价获取暴利的投资机构。

第三，“掏空”上市公司一度成为困扰股票市场发展的恶疾。

上市公司除了成为收购交易的“壳资源”外，还经常成为收购方恶意掏空的对象。例如恒通收购棱光实业，在收购方控制上市公司后，恒通集团利用大股东挪用占款、上市公司替大股东担保等等方式，将本来具有较好业绩的上市公司完全掏空。这并不是仅有的案例，确实有一些收购者在资本市场上通过收购、掏空上市公司获得暴利，严重侵害了其他投资者权益。

总之，由于中国资本市场总体上的严厉管制，上市公司拥有特殊的地位，一些市场参与者，出于“买壳”、“借壳”、获得融资渠道、操纵股价（内幕交易）、“掏空”上市公司等不当（违法）目的，进行上市公司并购活动。这些因素给中国上市公司控制权市场的健康发展造成了严重阻碍，也损害了广大投资者的利益。

2. 政府主导力量

在股权分置改革之前，我国上市企业的股份中有 2/3 是不可流通的，其中大部分又是国有股。根据下表统计，截至 2005 年底，国家持股占到了上市公司全部发行股本的 44% 以上，超过了流通股的总和。这种畸形的股权结构既是我国上市公司的先天不足，也是政府对上市公司运行进行干预的基础。

表 2.4 中国上市公司股权结构（百分比）

年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
国有股	41.4%	49.1%	43.3%	38.7%	35.4%	31.5%	34.2%	36.2%	38.9%	46.2%	47.2%	47.4%	46.8%	44.8%
发起法人股	13.1%	9.0%	10.8%	15.9%	18.4%	22.6%	20.9%	19.1%	16.9%	12.7%	11.3%	10.9%	10.6%	7.2%
外资法人股	4.1%	1.1%	1.1%	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	3.0%
募集法人股	9.4%	10.6%	10.6%	7.3%	7.5%	6.7%	6.0%	6.2%	5.6%	4.7%	5.1%	4.8%	4.8%	3.2%
内部职工股	1.2%	2.4%	1.0%	0.4%	1.2%	2.0%	2.0%	1.2%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
其他	0.0%	0.0%	0.2%	0.7%	1.0%	1.2%	1.2%	1.1%	0.9%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	3.7%
非流通股合计	69.2%	72.2%	67.0%	64.5%	64.8%	65.4%	65.9%	65.0%	64.3%	65.3%	65.3%	64.7%	64.0%	61.9%
A 股	15.9%	15.8%	21.0%	21.2%	21.9%	22.8%	24.1%	26.3%	28.4%	25.3%	25.7%	26.7%	27.9%	29.8%
B 股	14.9%	6.4%	6.1%	6.7%	6.4%	6.0%	5.3%	4.6%	4.0%	3.1%	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%
H 股	0.0%	5.6%	6.0%	7.7%	6.9%	5.7%	4.7%	4.0%	3.3%	6.4%	6.1%	5.9%	5.4%	5.4%
流通股合计	30.8%	27.8%	33.0%	35.5%	35.2%	34.6%	34.1%	35.0%	35.7%	34.7%	34.7%	35.3%	36.0%	38.1%
合计	100%													

资料来源：中国证监会《中国证券期货统计年鉴》。

政府对上市公司运行进行的干预最突出地表现在企业资产重组的实施方面。在发达国家，证券市场上上市公司的并购活动完全是一种以市场为基础的纯企业行为，政府很少会介入到这一活动中去。政企在资产重组方面之所以可以合理分离的原因，是因为政府和上市公司之间不存在直接的财产关系。而在我国，上市公司中国有股占据控制地位的产权结构特征和资本市场以为国有企业筹集资金和“解困”为目的的定位，决定了政府必然是上市公司资产重组的内在构成要素，政府干预也因此会贯穿上市公司重组过程的始终。

具体分析，政府干预上市公司重组的动机来自以下方面：

首先，由于我国大多数上市公司是国有企业经股份制改造后取得上市资格的，因此，上市公司的主体仍是国有上市公司。政府作为上市公司的大股东和国有资产的所有者，与其他市场化财产的所有者一样，也追求财产（即国有资产）的最大化增值。从本质上讲，政府以实现国有资产的保值和增值为目的，运用资产重组方式，对上市公司财产权利和管理资源的重新配置，也是一种经济行为，

只要它是以市场化手段而非行政干涉来完成的，就对证券市场存量的调整会起到积极的作用。

其次，由于我国证券市场还不是一个成熟的市场，仍存在信息的非完全性、市场垄断、经济活动外部性等缺陷，并由此导致资源配置偏离于最佳收益点的市场失灵现象。在市场失灵广泛存在的情况下，上市公司资产重组的效果会大打折扣，其对市场资源的配置功效也会出现下降。因此，政府适时与适度地介入上市公司重组，可以增强对重组活动的协调力度，克服市场失灵，并降低上市公司资产重组的交易成本。

第三，由于在发展中国家和转轨经济中普遍存在功能缺陷，资本价格不能反映资本的真实价值，更无法反映产权与资源的稀缺性，上市公司在此条件下对重组价值的发现不但成本高昂，而且还会使公司的资源配置在扭曲的价格引导下出现对效率和效益的偏离，并产生高风险。而此时，政府替代市场去发现重组价值，确定重组价格，则可以使重组过程中的交易成本得到降低。

第四，在经济转轨过程中，绝大多数国有企业都承担着许多政策性负担，这些负担内生于转轨前的制度中，承袭了计划经济体制的缺陷，造成许多企业缺乏市场自生能力，政府出于战略目的的考虑，必须对这些企业提供支持。亚诺什·科尔内把这一现象称为“预算软约束”。中国经济当前仍处于转轨期，上市公司虽然已经过企业改制成为公众公司，但企业的“预算软约束”现象仍没有得到根本改变，政策性负担的延续是政府对上市公司提供上述“隐性担保”的主要原因。由于国有企业在改制上市时，行政机构作为国有产权的代理人而承担“隐性担保人”角色，因而一旦上市公司出现问题，面临 ST、PT 甚至是摘牌危险时，行政机构就不得不出面组织“资产重组”，于是就出现“报表重组”、“题材重组”等现象，证券市场优化社会资源的功能根本无从体现。在“父爱主义”理念的指导下，证券市场在政府干预下难以对绩差上市公司行使“退出”的惩罚权利，反而导致市场运行的扭曲以及上市公司行为的异化。

第五，政府将资产重组作为国有企业产业结构调整的手段。自中国证券市场创立以来，各级政府逐渐认识到资产重组的积极作用，纷纷把上市公司资产重组作为现阶段国企战略性重组和产业结构调整的重要手段。由于我国长期重一、二产业，轻第三产业，国有企业中传统产业占多数，科技含量高、资本和知识密

集型产业发展缓慢，经济运行中的结构性矛盾较为突出。各级政府在调整本地产业结构，推动产业转型，开展国有企业战略性重组的过程中，都面临艰巨的任务。由于证券市场制度方面的一些原因，以及客观存在的上市公司“壳资源”现象，各级政府一方面需要将本地重点扶持的产业和企业推向证券市场，获得证券市场融资渠道，另一方面也需要对本地已经形成的经营差、亏损严重的上市公司进行重组，挽救这一重要的融资窗口。同时，证券市场管理层也希望通过资产重组和提高上市公司质量来降低股票市场的市盈率，同时鼓励高科技企业通过资产重组进入证券市场，实现国有企业战略性改组，完成国民经济的战略性调整，从而充分利用资本市场为国企改革服务。从操作上看，上市公司通过资产重组实现产业调整和升级也容易得到地方政府的支持。

政府作为国有上市公司的大股东，直接介入企业的重组，纵然有可能实现国有资产的保值和增值，促进国有经济布局的战略调整，推进产业结构的优化，但也会暴露出诸多问题，并导致上市公司重组绩效的下降。这些问题突出地表现为以下诸对矛盾：一是经济所有者权能与社会管理者权能之间的矛盾。在现行国有资产管理体制下，政府参与上市公司资产重组的权力基础是财产权和行政权的合一，因此，政府在介入到关系公司资本结构变化与经营战略调整的资产重组时，不可避免地会带有行政管理色彩，很难将其所有者权能与社会管理者权能作清晰的界定。第二对矛盾与上一对矛盾直接相关，即市场化行为与行政化行为的矛盾。作为资产所有者，政府在重组中追求利益最大化的行为是市场化财产属性所要求的结果；但同时，它在行使其社会权能时，其行为更主要的是一种行政行为。角色的双重性，导致政府在上市公司重组中的行为常出现市场化与行政化的混淆。在上市公司资产重组过程中，政府往往更习惯于采用行政手段，因为通过强制性的行政手段配置资源可以降低资产重组过程中因信息不充分带来的不确定性，提高对产权结构调整所涉及当事人作出承诺的公信度。最后一对矛盾是中央政府与地方政府在行为目标上的矛盾。在根本利益一致的前提下，中央政府与地方政府也存在着利益冲突。在上市公司的资产重组中，前者更注重对全局利益的考虑，后者则主要侧重于对地方经济利益的维护。地方政府对资产重组的干预，有的是为了挽救行将破产的本地上市公司，以优质国有资产置换上市公司的劣质资产，但结果却并不都很理想，甚至部分重组非但没有达到挽救和保护的目的，

还使得置换的优质国有资产也被拖垮，并进而形成新的劣质资产。为了形成地方经济利益集团，有的地方政府还以行政权能为基础，承诺以税收、土地征用、特许经营权和重大建设项目等优惠条件作为回报，促成地方企业将优质资产注入上市公司，形成捆绑式企业集团，抛开运作效率不谈，这种做法对正常的经济秩序已形成了妨碍。

在中国上市公司控制权市场的形成和发展过程中，市场力量和政府干预都发挥了很大作用。在这两股力量的推动下，中国上市公司控制权市场在较短的时间内获得了快速发展，但同时也积累了很多问题和制度缺陷，限制了控制权市场积极功能的充分发挥。

中国上市公司控制权市场的特点与问题

从中国上市公司控制权市场的总体发展来看，既有巨大的发展成绩，也还存在严重的不足。具体分析，中国控制权市场存在以下的特点与问题：

1. 控制权市场发展很快，但整体发展水平还比较低

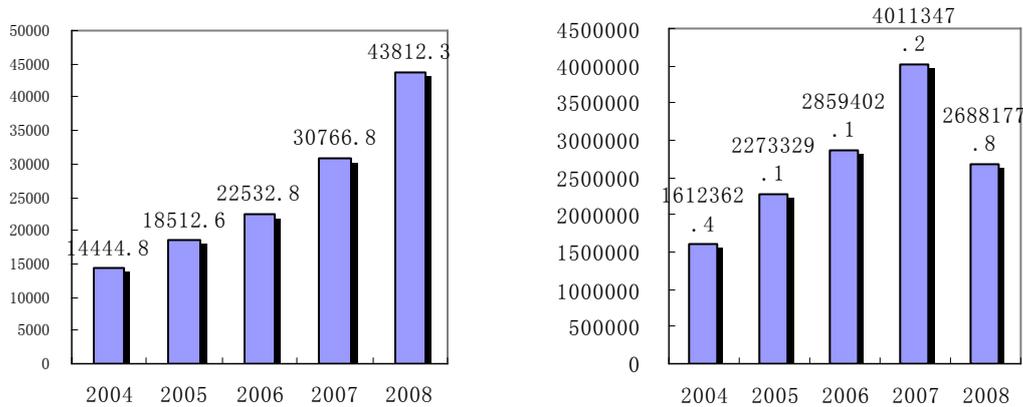
经过近 20 年的快速发展，中国资本市场已经成为亚太地区最重要的市场之一。与之相应，中国上市公司控制权市场也得到了长足发展，无论是市场规模，还是市场整体质量，都已经发展很快。具体表现在以下几个方面：

第一，中国上市公司控制权市场已经建立了一整套较为完整的法律制度框架。在中国上市公司控制权出现早期，由于无法可依或法律体系不完善，上市公司并购活动受到了严重限制，也导致上市公司并购活动中出现了大范围的违法违规行为，损害了市场诚信，影响了中国资本市场的健康发展。在经过持续的立法和监管规则制定活动之后，一个以《公司法》和《证券法》为核心，以《上市公司收购管理办法》、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》为主要规则，以《股票上市规则》、《关于上市公司重大购买或出售资产行为的通知》、《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》、《中国证监会发行审核委员会重大重组审核委员会工作程序》等法律法规为配套规则的上市公司控制权市场法律法规体系，已经比较完善。尽快这些法律还存在以下值得改进完善以适应中国市场特殊情况的地方，但总体来看，中国上市公司控制权市场法律体系已经基本

保持了与国际通行规则的一致性。

第二，市场规模持续扩大，上市公司并购交易日益频繁。尤其是股权分置改革完成之后，由于大批上市公司股份逐步走向全流通，为上市公司并购市场打开了巨大的发展空间。从整体来看，中国的企业并购市场增长很快，以2008年为例，尽管在全球金融危机的影响下全球公司并购市场大幅度萎缩，但中国的企业并购规模仍然明显增长，成为全球并购市场中增长最快的部分。

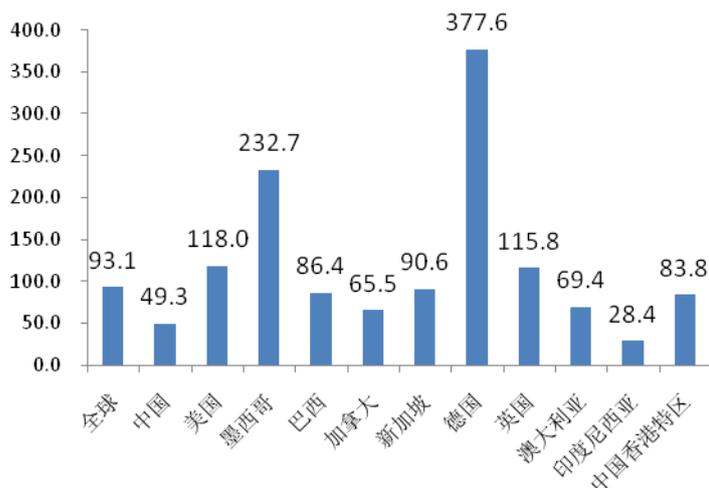
图 2.1 中国公司并购市场规模（单位：百万美元） 图 2.2 全球公司并购市场规模（单位：百万美元）



数据来源：ThompsonReuters 统计数据。

与此同时，也必须看到，中国上市公司控制权市场发展的整体水平还比较低。一个重要的标志是：并购市场的绝对规模还比较小，与中国作为世界第三大经济体的地位远不相称。从平均并购金额来看，中国公司并购规模也比较小。根据ThompsonReuters的统计，2008年全球并购交易平均规模为9310万美元，美国为2.33亿美元，中国仅为4930万美元。

图 2.3 2008年各国公司并购平均规模对比（单位：百万美元）



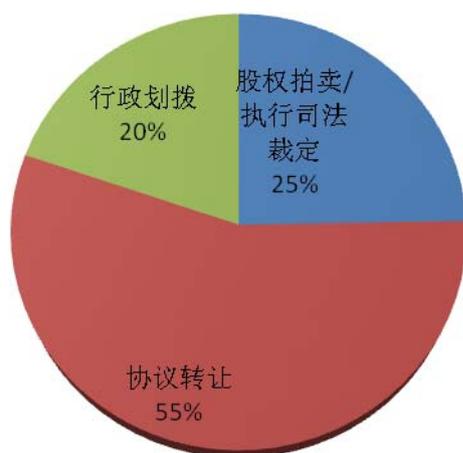
数据来源：ThompsonReuters 统计数据。

从国际排名来看，中国资本市场已经成为亚太地区最重要的市场之一，也是全球资本市场的一个重要成员。由于中国经济发展迅速，中国资本市场未来还有着巨大的发展空间，从而为中国上市公司控制权市场的未来发展提供了巨大的潜力。

2. 政府在并购重组活动中发挥着主导作用，市场竞争机制不成熟

由于制度和历史的原因，地方政府在中国上市公司并购重组活动中发挥着主导性的作用。早在 90 年代后期，上海地方政府出于上市公司保牌、做大企业、形成龙头企业集团等考虑，由政府直接出面，组织、策划、实施上市公司资产重组，对中国上市公司的资产重组和并购活动带来了深远的影响。各地地方政府纷纷效仿，组织实施，推动上市公司资产重组得到了较快的发展。客观地看，地方政府的积极介入，对于年轻的中国资本市场而言，本身是一种“次优”的选择。在市场化创新和组织机制缺位的情况下，拥有强大行政资源的地方政府介入控制权市场，通过国有资产的划拨和转让，对中国公司并购重组市场的形成和发展，起到了积极的推动作用。但另一方面，地方政府的介入，也破坏了市场机制正常功能的发挥，压制了市场自发创新力量的形成和成熟，抑制了市场竞争机制优胜劣汰作用的发挥，导致年轻的中国控制权市场先天不足，出现了种种问题和困难。根据统计，在 2008 年发生股权转让的上市公司中，仍有 20% 属于行政划拨，政府在上市公司控制权市场中仍然直接发挥着作用。

图 2.4 沪深 A 股上市公司股权转让交易方式（2008 年）



资料来源：Wind 数据库。

同时，由于中国资本市场一直存在严厉政府管制，国有控股上市公司受到多重政府监管，上市公司并购交易往往需要经过繁复的政府审批过程，也损害了控制权市场的效率，限制了控制权交易过程中的各种金融创新。

3. 公司控制权市场交易方式还比较落后

从交易方式来看，我国上市公司控制权市场虽然也出现了一些积极的创新，但总体来看还存在交易方式单一、支付手段落后的特点。近年来，虽然大宗股权转让不断增加，但大宗资产重组仍占主流。我国资本市场上的并购重组长期以来呈现资产重组多、股权并购少的特征，不少企业热衷于将非上市资产不断注入上市公司，或者将上市公司的不良和不适应资产不断剥离。当然，近年来大宗股权转让，特别是控股权转移的并购不断增多，反映了我国资本市场上通过并购重组来进行业务拓展和实现行业整合的功能在增强。但那些发生大宗股权转让的并购，也往往与资产剥离和资产注入联系在一起，这在一定程度上说明了我国资本市场“借壳”这一现象普遍存在。

股权分置改革完成后，中国上市公司并购重组出现了积极变化，股权交易明显增多，交易方式的创新开始不断涌现。作为一个新兴市场，中国资本市场在并购重组的模式创新方面，距离成熟市场还有较大差距，这既是中国市场发展水平较低的一个结果，也是制约中国上市公司并购市场持续发展的一个障碍。

4. 控制权市场对上市公司治理没有形成约束力

公司控制权市场对于公司治理具有重要意义。特别是在英美公司治理模式中，控制权市场是公司治理机制有效发挥作用的重要保障。一般而言，公司控制

权市场对于公司治理，拥有两个基本功能，即管理惩戒功能和股东治理功能。管理惩戒功能主要表现为控制权市场能够筛选业绩差的企业，并通过替换在位管理者实现企业业绩的改善，同时促进非接管目标企业的管理改善。股东治理功能则表现为，作为股份交易的场所，控制权市场为内部股东和外部人提供了通过征集投票权掌握企业控制权的机制。

总体来看，中国公司控制权市场的公司治理效力已经开始显现并逐步提高，但与成熟市场经济国家公司控制权市场相比，仍然存在很大差距，对上市公司治理还没有形成有效的约束力。从公司控制权市场治理效力发挥作用的两个途径来看，控制权市场治理效力的发挥主要借助于上市公司股权转让过程中股东控制格局的调整实现，控制权市场通过惩戒管理者实现治理效率提高的效果弱于前者（张慕瀨，2008年）。

5. 内幕交易、市场操纵等问题对中国公司控制权市场的发展形成了严重的抑制

控制权交易必然对上市公司股票市场价格带来有利或者不利的影 响，但这种影响应建立在有效的信息披露和中小投资者保护的基础之上。从我国上市公司在并购重组活动中二级市场的效应来看，公司控制权交易普遍引发资本市场动荡，而且在并购重组中操纵市场价格的情况时有发生。由于我国资本市场并购重组的主流仍然是资产注入或剥离，并购重组对上市公司资产质量和盈利能力影响非常大。一般而言，并购重组的成功（至少在短期内）会改善上市公司资产质量、提高盈利能力，而不成功的并购重组则会使预期的利好破灭。因此，并购重组容易引起上市公司二级市场价格 的剧烈波动。一些并购重组尚处于试探准备阶段便能刺激二级市场价格暴涨，或者在复牌之后非理性上涨，也有一些并购重组由于透支二级市场价格过多或者未能符合投资者的预期而发生二级市场价格暴跌。无论二级市场价格暴涨还是暴跌，往往带有非理性色彩，引发证券市场动荡，并不利于投资者良好投资理念的形 成和证券市场的健康发展。由于我国对并购重组的监管方面的一些不足，以及我国许多并购重组都发生在关联企业之间或者政府主导的同一管辖区域内的企业之间，信息披露管理工作存在较大漏洞，一些不法分子常常利用这个机会操纵市场价格进行不当牟利，使二级市场股价的暴涨暴跌成为少数人的牟利机会，但导致更多人的利益受到损害，一些规模巨大、具有标杆性

质企业的并购重组如果被不法分子利用，还会引起同一板块甚至大盘的波动。从这个意义上来看，中国上市公司并购的监管，一方面需要大力加强监管，打击违法违规行为，另一方面也需要改革制度，完善并购重组过程中的信息披露。

6. 上市公司并购效率较低

大量实证研究表明，我国上市公司并购对公司财务业绩的改善作用有限。本书对股权转让型与吸收合并型并购事件的实证研究结果表明，在短期内，基于股价反应的控制权市场效率相对较高，股权转让型并购的目标公司与吸收合并型并购的收购公司股东都能在并购活动中获得资本增值收益，而且，股权转让型并购活动的效率显著高于吸收合并型并购活动。但是，股权转让型并购与吸收合并型并购在并购期间均存在较为显著的内幕交易特征，吸收合并型并购活动的内幕交易程度显著于股权转让型并购活动。在长期内，基于实际经营业绩的股权转让型并购的市场效率相对低下，股权转让型并购的目标公司在并购前实际经营业绩不断恶化，并购后的业绩呈现先升后降态势；吸收合并型并购的收购公司在并购前实际经营业绩均显著高于市场平均水平，并购后的业绩呈现先降后升态势，但并购后的业绩水平仍与并购前存在一定差距，吸收合并型并购的市场效率一般。

7. 市场定价效率较差

控制权市场积极效应要得到充分发挥，一个重要的前提是资本市场具有良好的定价能力，二级市场股票价格要能够较好地反映企业的价值，从而能够成为企业并购活动中的定价基准。然而，长期以来，由于股权分置问题的存在，中国上市公司股票被人为地划分为流通股和非流通股两大类，同股却不同价，二级市场上的股票价格根本不能成为上市公司股权转让交易的参考基准。在缺乏有效公开市场价格的情况下，上市公司股权转让的定价功能受到了很大影响。随着全流通时代的到来，这一问题有望得到缓解，推动上市公司控制权市场定价效率逐步提高。

8. 并购融资发展滞后

在公司并购中，融资问题是决定并购成功与否的关键因素之一。而从我国上市公司并购的发展看，长期以来，并购的资金来源问题成为制约大规模战略性并购的主要瓶颈之一。由于并购活动中收购方难以获得有效的融资，中国上市公司并购活动的规模受到了很大限制，并购业务模式的创新也非常困难。再加上换股

收购在国内使用较少，使得中国并购市场发展空间受到了抑制。随着中国资本市场的发展，也出现过一些并购融资的创新，例如信托投资公司通过设立专项的信托理财计划，向企业并购活动提供“过桥贷款”。但由于信托业务规模整体有限，难以成为支持上市公司并购快速扩张的有效手段。

总体来看，与国外相比，目前我国上市公司并购的融资渠道尚不通畅，融资工具的品种相对单一，不仅限制了并购交易的规模，也对并购交易方式的创新形成了制约，严重不利于我国上市公司控制权市场的发展。从国外经验来看，发行债券（包括“垃圾债券”）为并购活动提供债务融资和商业银行提供“过桥贷款”是企业并购融资体系的主要手段。目前，中国银监会已经出台了相关规则，鼓励商业银行向企业并购活动提供并购贷款，债券市场在中国也正处于快速发展阶段，困扰中国上市公司控制权交易的关键瓶颈有望得到解决。

专栏 2.3

并购贷款

长期以来，中国上市公司并购活动，缺乏有效的融资体系支持，严重限制了并购市场规模的扩大。经过长期酝酿，2008年12月9日，中国银监会出台了《商业银行并购贷款风险管理指引》，为商业银行向企业提供并购贷款制定了规则。并购贷款是指商业银行向并购方企业或并购方控股子公司发放的，用于支付并购股权对价款项的本外币贷款。并购贷款用于支持我国境内并购方企业通过受让现有股权、认购新增股权，或收购资产、承接债务等方式以实现合并或实际控制已设立并持续经营的目标企业的并购交易。该《指引》规定：并购的资金来源中并购贷款所占比例最高可以达到50%，而且并购贷款期限可以达到五年。并购贷款政策注定将成为中国金融市场的一个里程碑式的重大突破。按照1996年出台的《贷款通则》规定，商业银行贷款一直禁止用于股权性质投资。所以，在此之前的12年，中国完成的所有并购，几乎都是在企业自我积累的自有资金基础上展开的，偶有变通，总体上仍然是十分保守的。这样的一个重大突破，一定会导致中国的金融市场未来发生深刻、持久而重大的变化。《指引》的发布，意味着企业在从事并购过程中，将获得银行贷款的大力辅佐，“过桥资金”此后将名正言顺地参与企业并购活动，势必对未来企业购并、重组等活动产生重要的推动作用，对我国经济转型和股市长期稳定发展也具有非常重要的意义。

资料来源：根据有关材料改写。

9. 控制权交易对产业结构调整作用没有充分发挥

并购重组活动一个重要的经济功能，就是能够促进产业集中度提高，调整产

业机构，充分发挥规模经济的作用。从中国上市公司并购重组活动来看，虽然以业务结构的战略性调整和行业整合为目的的并购重组在逐步增加，但以资产套现和再融资为目的的并购重组仍占主流。许多资产重组行为都是大股东将非上市的资产或股权注入上市公司，并从上市公司获得现金，从而完成套现过程。通过这种方式套现，充分利用了我国资本市场对上市公司资产和股权的不正常溢价，特别是可以利用牛市当中对资产重组行为的不正常追捧，这样的交易远远比在一般资产市场和并购市场出售合算。一些公司甚至可以以较低价格在一般市场上进行并购，然后伺机以较高对价注入到上市公司当中，以获得差价产生的所谓资本运作收益。即使是发生控股权转移的股权并购，新控制人也通常会利用上市公司从资本市场上再融资，或者将其他资产注入上市公司以套取现金。除了这一因素外，中国经济宏观管理模式高度依靠政府干预，行业和地区的条块分割依然严重，地方保护主义和本位主义对跨地区、跨行业的并购设定了重重障碍，也限制了上市公司通过战略并购活动提升行业集中度的功能发挥。在这样的情况下，中国上市公司的并购对于产业结构的调整作用受到了严重限制，控制权市场的一个重要功能没有得到充分发挥。

股权分置改革的完成，推动中国资本市场迈步进入了全流通的时代。随着大批受限股票的流通，中国上市公司将逐步实现股票的全流通。在全流通的新背景下，中国上市公司控制权市场将发生巨大的变化，基于产业整合战略和资源价值重估引发的上市公司控制权争夺将成为控制权市场的主流，上市公司股权转让定价机制将得到明显改善，政府在上市公司并购重组中的主导权力将逐步退出。在全流通背景下，政府和国有企业对资本市场的整体控制制度降低，政府效应将大大减弱。日益复杂的所有权体制和国际投资团体的进入，将促使政府政策必须从国有企业的“家规”提升到恪守公共治理框架的“国法”，这是历史的进步。国有股东从管理层面后退，政府的政策将会更加公共化、公允化，从而推动中国上市公司控制权市场向更健康、更繁荣、更具效率的方向发展。

第三章 控制权变动模式

引言

控制权变动包括控制权转让、控制权增强和控制权稀释三种形式。控制权变动的方式包括股权协议转让、股权行政划拨、二级市场收购、定向增发、吸收合并等多种形式。中国上市公司控制权变动的模式随着资本市场制度的变迁而逐步演进，既有资本市场控制权变动模式的共性，又具有自身较为显著的时代特点。长期以来，上市公司控制权变动模式主要以股权协议转让、国有股权行政划转为主，变动方式单一；在价值取向上，以绩差公司“保壳”的财务性重组为主，重组的行政性色彩较强。股权分置改革后，随着流通性的获得和同股同价，并购制度的完善和国资体制改革的推进，控制权变动的模式方式出现多样化，整体上市、定向增发、吸收合并、换股并购得到广泛运用，二级市场竞价收购有了较好的市场制度基础，出现了更多的产业性重组，市场化驱动的并购色彩开始增强。

控制权转让

1. 制度背景

控制权的转让指上市公司股权结构发生变化，导致公司原控股股东丧失控股地位，公司被另一家企业接管和收购的情形。国外关于控制权转让动因的解释主要包括传统的协同效应、代理理论、狂妄假说等。由于中国控制权转让的制度环境和国外有很大不同，国内的控制权转让目的除了国外所阐述的效应之外，还存在本土一些特有的动机。

从历史上看，我国控制权转让市场的制度背景具有以下四个方面显著的特点。第一，我国上市公司主要是由国有企业通过股份制改造后上市而来。为了保持国有控股地位，国有股权在股份制公司股权结构中比例过大，而且在2006年股权分置改革完成之前，不可以在二级市场上流通。国有股比例过大且长期不流

通，导致政府可以积极干预上市公司的控制权转让。

第二，非市场化的发行上市制度。我国长期实行股票发行计划额度管理制度，由国家证券管理部门将能够发行的股票额度分配到各省区，各地再分配到企业。后来发行制度进行了改革，由额度制变为核准制，但上市过程仍没有完全市场化，导致上市公司的“壳”成为一种资源。

第三，转轨时期公司治理结构不健全。我国证券市场过高的国有股比例产生了所谓的“超强控制”与“超弱控制”：一方面政府对公司的经营管理干预过多；另一方面，部分国有股东利益得不到有效保护，出现上市公司内部人控制现象。公司董事会、股东大会和监事会的安排，没有真正发挥公司治理的作用，导致大股东和内部控制人利用实际控制权谋私利，“掏空”上市公司，将公司置于财务危机境地，最终不得不重组。

第四，国有经济的战略性调整。从 1978 年算起，国企改革大体经历了放权让利、两权分离、建立现代企业制度三个阶段，目前正在进入第四个阶段，即国有经济布局战略调整阶段。国企改革围绕国有经济布局的战略性调整进行，目的是要建立竞争有序和发达的市场体系。国有经济战略调整的重要内容之一就是找准国有经济的战略定位，有进有退，施行资本结构多元化，即使一些国有经济占优势的产业，也要引入社会资本，以利于竞争和发展。国有经济的战略调整，为控制权转让市场提供了大量的机会。

2. 控制权转让的目的

在上述制度背景下，我国控制权转让的目的主要有以下几类。

第一，基于壳资源稀缺性的“保牌保壳”和“借壳”。这主要发生在绩差公司，尤其是 ST 类公司。控制权转移、并购和重组是化解其财务危机和保住地方经济形象的有效方式，也是一些企业借壳上市的便捷手段。这种基于壳资源稀缺性的控制权转让频率，总体上正在呈下降趋势，表明随着发行体制改革的市场化，收购/重组方为解决绩差公司财务危机所支付的成本与再融资成本相比已不再具有较大的优势。

第二，利用控制权转让掠夺公司价值。在国内公司治理结构不健全和内部人控制现象严重的情况下，控制权转让和并购可能成为掠夺中小股东的手段。中国上市公司的“接管”从表面上来看是一种“上市替代”，实际上其最终目的在于

对金融资源的掠夺。而造成这种掠夺的原因则是因为所谓“制度性缺陷”所导致的，主要体现在以下几个方面：一是融资最大化成为上市公司行为准则；二是监管机构权力结构失衡；三是公共权力下市场参与者行为非理性化；四是非零和博弈。

第三，利用控制权转让进行投机和套利。投机性的并购重组是中国特殊股权结构下并购重组的基本特征。套利性并购重组也称为财务性并购重组，其价值导向是并购重组后的财务效应，即并购重组后通过各种财务手段改变企业的财务指标，利用各种手段从上市公司套取利益。投机性重组可能带来巨大的金融风险：一是严重损害流通股股东利益，引发市场信心危机；二是有损产业整合功能。

第四，产业性重组。产业并购重组指并购重组方与标的上市公司主营业务相同或相关，产业并购重组的价值导向是并购重组后的协同效应，即通过并购重组后的产业整合提高企业效益。产业性重组发生较多的产业包括钢铁、医药、水泥等产业。例如 2007 年 6 月宝钢受让将新疆的八一钢铁集团控股权，成为公司的实际控制人，该并购有力地促进了宝钢的跨地区扩张，成为我国钢铁行业第一例成功的跨地区战略性收购。

第五，国资改革驱动的央企重组。推进央企重组是国资委重要工作目标，到 2010 年中央企业减少到 80-100 家。在未来两年，将有 40-60 家央企被兼并重组。央企控股的上市公司有 30 家左右，央企的并购重组直接推动了相关上市公司的并购和控制权转让。

第六，管理层收购。管理层收购是杠杆收购(Leveraged Buy-out, 简称 LBO)的一种形式，指企业内部管理者通过自有资金或外部融资，收购所在公司股份，实现企业控制权由大股东转移到管理者手中的行为。我国第一起上市公司管理层收购发生在 1997 年，大众出租公司由管理层与职工联合收购。进入 21 世纪后，上市公司的管理层收购逐件成为人们关注的焦点，出现众多管理层收购案例，如美的股份、胜利股份、深圳方大等。2003-2006 年间，鉴于管理层收购制度环境不完善，财政部、国资委、中国证监会相继出台相关规定，限制管理层收购，管理层收购活动基本停止。

控制权调整

控制权调整指上市公司股权结构发生变化，导致公司控股股东控股地位的增强或稀释的情形。

1. 控制权增强

在我国证券市场，控股股东提高控制权地位一般有以下几种情形：

第一，注入资产，推进上市公司转型，提升上市公司业绩。由于体制原因，我国众多企业尤其是国有企业上市的资产不是集团的核心资产或全部资产。控股集团公司拥有大量的非上市资产。为了扶持上市公司，利用上市公司平台进行集团产业整合和转型，通过上市公司定向增发的方式，集团公司向上市公司注入资产，推动上市公司的基本面发生跳跃性变化，业绩高速增长，同时上市公司控股股东控股地位进一步增强。

例如，通过向大股东定向增发购买抚顺莱河矿业 97.99% 股权，方大炭素主营业务在炭素制品的基础上，又涵盖了精铁粉产品。2008 年前三季度铁精矿粉大涨价，让方大炭素盈利大幅增加。又如中兵光电，该公司 2008 年实现净利润 1.67 亿元，其上年已披露数据则为亏损逾 3800 万元。据该公司 2008 年三季报，去年前三季度还亏损 1922 万元。2008 年 11 月底，该公司通过向大股东定向增发，实现了大股东军工业务的整体上市。本以电脑刺绣机为主业的中兵光电，转型为以军工制造业为主、纺织机械制造业为辅，迅速改变了原来的盈利状况。

第二，稳定股价，提升投资者信心。在弱市行情下，大股东在二级市场增持股份，意在向市场发出稳定股价信号，提振投资者信心。大股东增持股份，往往得到监管层的鼓励。2008 年 10 月，在股市行情低迷之际，中国证监会发布了《关于进一步推进上市公司控股股东增持股份有关工作的通知》，《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十三条的决定》，进一步放松管制，鼓励大股东增持。9 月中旬，国资委主任李荣融表示，支持央企控股上市公司增持和回购，鼓励大股东增持。规定公布后，在二级市场上形成了大股东增持潮。

第三，遏制其他股东增持，稳定控股权。大股东增加控制权比例，目的在于防止二股东和其他股东的股权增持行为对其控制权构成挑战。例如，2006 年，宝钢在二级市场收购了大量邯钢股份和认购权证，对邯钢控制权地位构成挑战。为了保持控股地位，反收购，邯钢随即宣布公司决定通过上海证券交易所交易系

统增持公司流通股股份 7 亿股。又如，2008 年 8 月 15 日，五矿有色通过二级市场增持厦钨 5%的股权，控股比例由原先的 20.58%上升到 25.58%。与公司第一大股东福建冶金集团持股仅差 8.2%。五矿的增持对第一大股东的控股地位形成挑战。自五矿增持以后，大股东福建冶金集团也进行了增持，控股比例由原先的 33.79%，上升到 34.17%，保持控股地位稳定。

第四，巩固国有经济地位。国资委在《国务院国资委关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》中，明确提出了国有控股上市公司的控股股东要根据调整国有经济布局 and 结构、促进资本市场稳定发展的原则，结合企业实际情况，确定股权分置改革后在上市公司的最低持股比例。对于一些关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，以及国民经济基础性和支柱性行业，要保持国有资本控制力，国家甚至鼓励属于这些行业的上市公司股东以增持公司股票的方式，巩固和增强自身控股地位。

第五，上市公司“私有化”，主动退市。上市公司“私有化”，是资本市场一类特殊的并购操作，它是由大股东向所有中小股东发出要约收购，把股票全部收购，将被收购上市公司下市，由公众公司变为私人公司。通常，上市公司“私有化”目的是当证券市场处于长期低迷时，公司大股东认为股票无法体现公司的价值或上市成本太高，又或大股东非常看好前景，不愿与他人分享日后利润，通过收购所有股份，令公司退市。

中国证券市场第一批上市公司私有化案例直到 2005 年底才出现。上市公司私有化现象出现较晚的原因在于，在管制环境下，上市公司的上市地位本身是珍贵的稀缺资源，公司下市已是损失；为了下市而进行全面收购，还要支付高额溢价，不符合大股东利益。中国上市公司首批私有化案例诱因主要是股权分置改革。2005 年中石油、中石化创造了七家上市子公司私有化案例，既是由于收购方理清“多层上市”结构的承诺使然，也出于股改压力的倒逼。当时，中国石油控制了 3 家 A 股上市公司，是股改对价的支付方。如果中国石油愿意支付对价，会造成中国石油外资股东支付对价的难题。在这种情况下，中国石油向 3 家公司同时发布要约收购公告书，主动将 3 家公司退市。

2. 控制权稀释

在我国证券市场，控股股东控制权稀释一般有以下几种情形：

第一，再融资。再融资是指上市公司通过增发、配股以及发行可转换债等方式在证券市场上进行的二次融资。再融资直接带来控股股东控制权的稀释。其中，增发对控制权稀释较配股更为明显；配股对控制权不会有太大的影响；可转债对股权的稀释是逐步的，其最终对股权的稀释带有一定的不确定性。

第二，控股股东资产变现。控股股东将集团内资产出售给公众股股东，套现资产，同时导致控股股东控制权稀释。在这种情况下，上市公司通过向公众股东定向增发，利用募集的资金购买控股股东资产，实现资产注入，但控股股东不认购或认股很少一部分股份，“要钱不要股”，在资产注入后，大股东仍维持相对控股地位，但持股比例下降。

第三，股权分置改革。2005年启动的股权分置改革通过以非流通股股东向流通股股东送股的形式进行，使得市场的股权结构开始呈现分散化的趋势，对控制权产生稀释作用。

第四，引入战略投资者。公司以出让股权或增资扩股的形式引入战略投资者，其目的在于增强企业资金实力，提高企业抗风险能力，又或通过引进新的投资者改变股权结构，稀释股权，完善公司治理结构。比如，江铃汽车引进福特、华新水泥引进HOICHINB.V，浦东发展银行引进花旗，华北制药引进荷兰帝斯曼集团，等等。通过出让股权或增资扩股引入战略投资者，会导致企业股份和控制权稀释。

第五，控股股东以股抵债。大股东通过占款、关联交易，以及由上市公司为大股东提供担保等形式占款现象是我国证券市场一个历史遗留问题，制约了上市公司发展。2003年，证监会和国资委采用“以股抵债”的方式纠正控股股东占款。所谓“以股抵债”，是指上市公司以其控股股东“侵占”的资金作为对价，冲减控股股东持有的上市公司股份，被冲减的股份依法注销。“以股抵债”为缺乏现金清偿能力的控股股东解决侵占上市公司资金问题，提供了现实选择的途径。“以股抵债”的直接后果是控股股东持有股票数量和比例降低，控制权被稀释。

整体上市

整体上市是我国属于控制权调整模式的一种重要形式，在我国上市公司控制

权变动模式中占有重要地位，在此专门列出一节进行阐述。

由于国内的上市公司主要是分拆集团资产的方式进入证券市场的，集团还保留大量与上市公司相关的或不相关的经营性资产，整体上市是指集团公司把整体的经营性资产注入上市公司的行为。就其本质而言，整体上市是股东资产注入的一种方式。有的公司整体上市是一步实现的，也有分步完成的。根据资产注入方式不同，整体上市后，控股股东控制权可以是增强的，也可以是稀释的。比如，母公司通过出售资产换取上市公司股份，控股股东控制权则是增强的；母公司通过出售资产获得现金，控股股东控制权则可能是稀释的。

整体上市的意义主要包括以下几个方面：第一，对上市公司而言，整体上市使公司的规模大幅扩张，盈利能力和综合实力大幅增强；同时整体上市有助于解决大股东与上市公司间的利益冲突，有助于上市公司完善公司治理结构、明晰产权关系。第二，对大股东而言，其所控制的资产通过进入上市公司将大幅升值，而且退出机制畅通。同时由于上市公司总股本扩张，融资能力大幅增强。第三，对证券市场而言，整体上市提升了 A 股上市公司的质量，增强了上市公司的行业代表性，壮大蓝筹股队伍，有利于证券市场的健康稳定发展。

整体上市有多种模式，从目前发生的案例来看，主要包括以下几种：

(1) 上市公司通过自有资金或再融资资金收购母公司资产。是比较传统的整体上市途径。主要适用于：母公司资产规模较大，存在非经营性资产和不良资产，或者母公司资产盈利能力参差不齐，不适合全部装入上市公司。这种模式易于操作；有利于缓解母公司资金压力。但利用再融资收购母公司资产可能被理解成大股东套现，有可能不受市场欢迎；大股东不能通过资产出售增强对上市公司控制力。

此模式在钢铁行业中较多使用，如宝钢股份 2004 年 8 月宝钢股份再融资 280 亿，用于收购宝钢集团的所有其他钢铁资产。通过这种方式实现整体上市的还有武钢股份、中国联通、中国移动、中软股份等公司。

(2) 母公司以资产认购上市公司定向增发股份。上市公司通过向大股东进行定向增发股份，以收购其持有的优质经营性资产。主要适用于如下情况：母公司持股比例较低，欲通过资产认购股份的方式增强控制力。可以提高母公司持股比例，进而增强控制力；由于不存在融资行为，有利于提高上市公司盈利能力，

较易被中小股东接受。但如果上市公司股权较分散，则整体上市后可能形成一股独大的局面，方案有可能不受其他大股东支持。

例如，鞍钢新轧向控股股东鞍钢集团定向增发 29.7 亿股 A 股，收购母公司旗下全资子公司新钢铁公司 100% 的股权。由于被收购的资产质量较高，鞍钢新轧的新方案受到了二级市场投资者的欢迎。太钢不锈、本钢板材、中国船舶（沪东重机）等公司的整体上市方案都采取了这种方式。采用这种方式操作的案例占目前市场的 40%。

（3）回购上市子公司实现整体上市。上市母公司以现金或股份为对价收购下属若干上市子公司股权，子公司退市，集团实现整体上市。主要适用于如下情况：母公司和子公司都是上市公司的情况，私有化的方式可以是现金收购也可以是股票收购，收购完成后其子公司实现退市，母公司大幅提高了对子公司的持股比例；母公司需要有较强的资金实力。此模式效率较高但母公司可能因收购面临较大资金压力。中国石油对其旗下 3 家 A 股上市公司的私有化，就是典型的例子。

（4）通过换股吸收合并方式实现整体上市。吸收合并按照保留主体分为正向吸收合并、反向吸收合并和兄弟公司之间的吸收合并。

正向吸收合并：上市公司的母公司完成股份制改造后 IPO，同时以首次公开发行股票换取子公司其他股东所持股票，最终上市的主体是母公司，从而实现母公司整体上市，例如上港集团、TCL 集团。适用于母公司资产质量优良，不存在非经营性资产，且盈利水平不低于上市公司水平。但如母公司为非公司法人或有限公司则需要进行公司制改组或股份制改造，可能导致整个项目周期较长。

反向吸收合并：上市公司的定向发行股份换取母公司股东所持母公司的股权，母公司注销，实现整体上市。例如东软股份换股吸收东软集团实现整体上市。母公司东软集团为有限责任公司，此方式避开了正向吸收合并前需进行股份制改造和上市辅导等工作。

母公司旗下上市公司之间吸收合并：母公司旗下数家上市公司间进行换股吸收合并，操作完成后保留一家上市主体，其余主体注销。适用于母公司旗下有数家上市公司，而且主营业务雷同时。第一百货与华联商厦的合并，第一百货和华联商厦都是百联集团旗下的百货类上市公司。合并方案为华联商厦的流通股和非

流通股分别按照一定的比例，分别转换成第一百货的流通股和非流通股，然后将第一百货更名为百联股份，完成整体上市。

控制权变动手段

《上市公司收购管理办法》规定，收购人可以通过协议收购、要约收购或者证券交易所的集中竞价交易方式进行上市公司收购，获得对一个上市公司的实际控制权。除此之外，实践中还存在司法拍卖和裁决、国有股权无偿划拨、直接购买上市公司母公司股权等手段。在控制权调整模式中，定向增发、吸收合并等手段得到了广泛的运用。

1. 股权协议收购与转让

协议收购是指收购人与公司股票的特有持有人依照个别签署的协议或股份转让协议，取得他人非上市公司股票的收购行为。在股权分置时代，由于非流通的国有股和法人股成本低廉，而且对大部分公司而言，这些非流通股占总股本的大部分，协议收购是取得这些上市公司控制权的唯一途径。因此，场外协议收购非流通股一直占据我国证券市场并购的绝大多数。相关资料显示，2003-2005年，协议收购是收购的主流，占95%。

与竞价转让相比，协议收购具有转让条件灵活、信息披露义务较轻、转让成本较低、转让难度较低的优点，协议转让实际上是上市公司的友好收购，因此，上市股份的协议转让受到各方尤其是受让方的偏爱。另外一方面，协议收购也存在信息不公开、难以监管、内幕交易、容易损害目标公司少数股东的利益等弊端。正是基于此，许多国家都不支持协议收购的方式，即使在证券市场发达、监管措施较完善的国家，如美国、英国、澳大利亚等，也只是通过判例确定了一些规则，在成文法中没有关于协议收购的规定。我国关于协议收购的规定是针对以前国有股、法人股做出的阶段性规范，随着股份全流通，协议收购的重要性将逐渐下降。

在实践中，上市股份协议转让还存在一些特殊形式，例如借助司法裁决和抵债拍卖、股权托管。(1) 司法裁决。司法裁决指上市公司控股股东和受让方就债务纠纷进行司法裁决，完成控制权转让。它是在2001年财政部停止国有股权转让审批，股权转让难度加大后发展起来的新的控制权转让形式。据统计，2000

年 11 月至 2003 年 7 月，通过司法途径实现上市公司的国有股权转让的有 33 起。借助司法途径的股权转让具有解决争议速度快的优点，但存在利用司法途径规避监管、操纵控制权转让、缺乏信息披露、转让定价无人监管的危害。(2) 上市公司股权抵债拍卖。当上市公司原来的大股东无法偿还债权人的债务时，债权人会申请法院对大股东所持有的股权资产进行冻结乃至拍卖抵债，战略投资者可以竞拍的方式取得这部分股权。上市公司非流通股场外拍卖将竞价机制引入到场外股份转让，和司法裁决相比，转让定价有了较合理的基础，但也存在交易合法性、价格公正性和信息披露等问题。(3) 上市公司股权托管。上市公司股权托管是指上市公司的控股股东，在股权转让过渡期间的安排或规避监管的手段。其目的是为实现资产重组或股权转让，在股权流动性受到限制，特别是国有股转让存在政策障碍时，或者在批准时间上有延迟，能达到股权转让的效果。

2. 国有股权行政划转

上市公司的股权行政划转指政府（上市公司的所有者）通过行政手段将上市公司的产权无偿划归并购公司的产权重组行为。股权无偿划转一般由地方政府和行业主管部门牵头实施，无偿划转的股权只能是国有股权，股权的变动对上市公司的持有者没有损失。股权无偿划转的目的在于通过股权持有者的改变来强化对上市“壳”公司经营管理的控制，提高资产运营效率。

股权无偿划转的优点在于：第一，交易成本低，简便易行。政府直接参与，整个过程几乎没有阻力，而收购的成本也接近于零。第二，有利于更好地发挥上市公司的融资功能及区域产业调整。政府参与这一重组行为的动机在于理顺管理体制，打破条块分割。在极端情况下，当上市公司的经营业绩不佳时，地方政府为了维持上市公司的市场形象，将优质资产注入上市公司，从而更好地利用“壳”资源，可以使有发展前景的大集团、大企业取代经济效益低下、产业前景黯淡的绩差公司。股权无偿划转的标的只能是上市公司的国有股权，而且只能在国有资产的代表中进行转让。

3. 竞价并购

竞价并购指通过二级市场收购上市公司一定数量和比例的流通股，进而成为上市公司的大股东，获取控制权，这种方式是国外市场经济成熟国家的普遍做法。但由于我国上市公司股权结构比较特殊，我国通过二级市场收购流通股获得控制

权比较困难。其主要原因：一是程序比较繁杂。根据规定，任何法人直接或间接持有一家上市公司发行在外的 5% 的股份时应作出公告；以后每增加或减少 2% 的股份，需要再次公告。二是股权高度集中，我国的证券市场股权高度集中，很难通过在二级市场收购股份获得控制权。三是上市企业设置反并购措施来防范并购行为。

4. 要约收购

要约收购（Tender Offer）是指收购方通过向被收购公司的股东发出购买其所持股份的书面意思表示，并按照其所依法公告的收购要约中所规定的收购条件、收购价格、收购期限以及其他规定事项，收购目标公司股份的并购方式。我国《证券法》规定，收购人持有或通过协议、其他安排与他人共同持有一家上市公司已发行股份达到 30% 时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或部分股份的要约——但经证监会免除发出要约的除外。

由于要约收购体现竞争与公平的原则，因此在国外成熟市场上，要约收购是主要的并购形式。在我国，自从 2002 年 9 月《上市公司收购管理办法》公布以来，市场中真正发起全面要约收购的上市公司不足 10 家，其余则都获得了豁免，使得要约收购的市场作用远远没有发挥出来。造成这一现象的主要原因是股权分置所导致的股票价格不一致。非流通股的价格主要以净资产作为计价基础，流通股的价格取决于市场定价。由于市场定价通常高于净资产因此收购方不愿意发起全面要约收购，申请豁免是必然选择。

全流通后，由于价格差别不复存在，收购方对要约收购的态度将更为主动。新的《上市公司收购管理办法》也在两个方面对要约收购进行了实质性支持。一是能够获得要约豁免的情形大为减少，因此全流通后大多数收购计划都要预先考虑触发要约收购条件的可能性，要约收购由被动转为主动。二是原来面向全体股东的强制要约收购，改为由收购人选择的部分要约收购方式。和全面要约收购相比，部分要约收购大大降低了收购成本和难度。因此，部分要约收购将在全流通后的收购中得到较多运用。

5. 定向增发

定向增发是上市公司向符合条件的少数特定投资者非公开发行股份的行为，特定对象以资产或现金认购上市公司增发的股份。它是在新的《公司法》和《证

券法》进行修改,以及《上市公司证券发行管理办法》颁布后,在股份全流通背景下引入的新融资发行制度。

定向增发一般具有以下特点:

(1) 在发行方式上,定向增发采取的是私募发行,而非公开发行;

(2) 在发行对象上,定向增发多面向事前已确定的、少数的投资者,有别于通常意义的增发(向不特定投资者)和配股(向特定的多数投资者)。同时定向增发的发行对象多为机构投资者,而鲜为个人投资者,公募增发发行对象则广得多,面向广大社会投资者;

(3) 上市公司公开发行新股(“增发”和“配股”)都有盈利的要求和新发行股份数量的限制(如配股),而定向增发则无此要求和限制;

(4) 定向增发可根据拟注入上市公司的资产或现金数量来确定股份发行规模,较少受上市公司本身资产规模限制,并有利于实现大规模的行业整合和战略收购;

(5) 定向增发的对价不限于现金,还包括权益、债权、无形资产、固定资产等非现金资产,而公开发行多以现金认购方式进行;

(6) 定向增发多不需要证券公司承销,成本和费用相对公开发行较低;

(7) 私募发行要求发行对象有判断和承担风险的能力,因此定向增发对发行人资格的要求和信息披露的要求较公开发行要低;

(8) 为了消化和缓解非公开发行股票公开上市交易的风险,定向增发的股份通常需锁定一定的期限,控股股东、实际控制人因对公司和其他股东负有责任,其持有的股票锁定期更长;

(9) 在市场反应上,由于定向增发总是伴随着改善公司基本面的并购重组行为,因此定向增发比较容易得到投资者认同,股价也会走高;而公募增发由于投资者对以往上市公司“圈钱行为”的存念比较难于被投资者接受。

正是具有以上特点,定向增发突破了现金支付手段的限制,成为一种重要的控制权转让和调整方式。从国内实践来看,定向增发可以分为以下几种情形:

(1) 向控股股东定向增发收购资产。该类定向增发,主要通过向控股股东或其他关联方增发股份来收购其所持有的资产,而且多为非现金资产,比如股权、债权、实物等等。通常这种定向增发以整体上市为目的。

(2) 引入境外战略投资者。该类定向增发主要以与公司业务相关或互补且持有期比较长的战略投资者作为特定对象增发股份，投资者所获增发的股份持有期一般在三年及三年以上。目前市场上该类型的定向增发多为引入境外战略投资者，投资者多为行业国际领先者。

(3) 引入财务投资者。该类定向增发向特定财务投资者增发股份，以融入公司经营发展所需要的资金，而增发的特定对象多为证券投资基金管理公司、信托投资公司、保险机构、财务公司、QFII 等机构投资者，该类投资者主业与上市公司不相关，多半不参与公司的决策和经营管理，而且他们持有公司的股份一般不会太长。

(4) 产业整合。该类定向增发向非关联方增发股份，收购资产，进行产业整合。例如，公用科技灵活运用换股收购、定向增发的方式，在换股吸收合并原控股股东中山公用事业集团的同时，向 5 家乡镇水厂定向增发新股以收购乡镇供水资产，实现公用集团的整体上市，解决了原来公司治理中存在的关联交易、同业竞争问题，同时也整合了中山市的水务资产及相关资源，进一步增强公用科技的持续发展能力，该公司还成为首家向非关联方特定投资者定向增发部分股份收购其资产的上市公司。

(5) 股东注资。这类定向增发，通过向特定公司股东增发股份，公司股东以现金收购增发股份，达到向公司注资的目的。通常这类公司经营陷入困境，需要注资增强持续经营能力。例如，经营困难的上海航空公告称将向公司第三大股东锦江国际非公开发行约 2.22 亿股股份，募资约 10 亿元，而锦江国际是上海国资委旗下企业，上海市政府通过“曲线救市”的方式完成对上海航空的注资，后市注资一旦完成将增强公司的持续经营能力，进而提高公司竞争力，改善经营业绩。

6. 吸收合并

吸收合并是根据《公司法》规定的一家公司吸收其他公司而使被收购公司解散的一种公司合并方式。与新设合并不同，吸收合并无须新设公司，使合并各方解散。在实践中，通过换股进行吸收合并是一种常见形式。在我国证券市场上，上市公司的吸收合并有如下几种动因：

(1) 解决历史遗留问题。1998 年前，除上市公司股票在深、沪交易所上市外，还有一些公司在地方产权交易中心挂牌进行柜台交易。1998 年国务院发布

了《国务院办公厅转发证监会关于清理整顿场外非法股票交易方案的通知》，规定要求暂停各地方产权交易中心挂牌的股权的流通，并鼓励上市公司与那些行业相同或相近、资产质量较好、有发展前景的柜台挂牌企业实施吸收合并。为了解决这部分在各地产权交易中心停止交易的股票的出路，国家进行了吸收合并试点，希望通过试点达到解决历史遗留问题的目的。在这种背景下，1998年清华同方首先以向山东鲁颖电子定向增发新股的方式进行了换股合并试点。清华同方合并案后，上市公司换股吸收合并原在各地非法场所交易的非上市公司成为解决历史遗留问题的切实可行的全新模式。

(2) 整体上市。通过吸收合并的方式，控股股东实现资产的整体上市。如前所述，这类整体上市型的吸收合并分为三种类型：①正向吸收合并，即非上市的母公司通过换股吸收合并上市公司，母公司再整体上市，典型案例如TCL集团和上港集团。②反向吸收合并，即上市公司通过换股吸收合并非上市的母公司，如东软集团。③同一控制下的上市公司间合并，即母公司旗下数家上市公司间进行换股吸收合并，操作完成后保留一家上市主体，其余主体注销，典型案例如百联集团。

(3) 借壳上市。被选作“壳”公司的上市公司，其资产、负债由原股东回购，其人员、经营资质及业务由原股东承接或承继；同时由“壳公司”定向增发吸收合并欲借壳的非上市公司。采用重大资产出售暨以新增股份吸收合并形式实现借壳上市，“壳公司”在整体或重大资产出售后几乎只剩下老股东回购资产所付的现金。例如，S*ST化二通过定向回购股份、重大资产出售暨以新增股份吸收合并了国元证券，合并后，国元证券注销法人资格，其债权债务由S*ST化二承继，国元证券通过吸收合并实现了借壳上市。

小结

中国上市公司控制权变动的模式随着资本市场制度的变迁而逐步演进，既有资本市场控制权变动模式的共性，又具有自身较为显著的时代特点。对中国控制权变动模式而言，具有划时代意义的是2005年开始的股权分置改革。

首先，全流通的出现对市场参与主体行为模式和价值取向产生了深刻的影

响。从公司股东的角度来说，由于公司的股价与股东利益直接相关，而且具有了退出机制，股东将有很大的动力做好上市公司，特别是许多有实力的集团将采取注入优质资产，甚至整体上市等方式使上市公司快速做大做强，这对于股东资产的保值增值将带来巨大贡献，而且对上市公司提高融资能力和市场形象也带来明显好处。从潜在收购方的角度来看，由于股份流动提高了收购方的主动性，这改变了以往收购方的完全被动局面，这将促进市场并购行为的市场化，尤其是外资对非限制性行业的并购可能将快速发展。此外退出机制的确立，将使产业基金，包括外资的产业基金对上上市公司产生更大的兴趣，从而推动国内和外资的基金业进入这个领域。

其次，全流通促进了并购制度变革。为了支持全流通时代下的并购重组，管理层于 2006 年 8 月颁布了最新修订的《上市公司收购管理办法》。新的《管理办法》在以下三个方面有所突破，降低了并购重组的操作难度，有利于全流通环境下并购重组的健康发展。一是允许部分要约收购，降低了收购成本。二是收购方式多样化，除了存量收购方式外，还可以增量收购，更加灵活方便。三是收购价款支付方式多样化。收购人可以采用现金、证券、现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司的价款，降低了收购难度。此外，《上市公司证券发行管理办法》的颁布，也促进了定向增发方式的广泛运用。同时，我国 2008 年开始允许企业使用银行贷款进行收购，为并购重组提供必要的融资支持。

上述制度的改变促进了中国控制权变动模式、方式和价值取向的深刻变化。在股权分置改革之前，上市公司控制权变动模式主要以股权协议转让、国有股权行政划转为主，变动方式单一；在价值取向上，以绩差公司的“保壳”财务性重组为主，重组的行政性色彩较强，控制权市场没有发生优化资源配置的作用。股权分置改革后，随着流通性的获得和同股同价，并购制度的完善和国资体制改革的推进，控制权变动的模式方式出现多样化，整体上市、定向增发、吸收合并、换股并购得到广泛运用，二级市场竞价收购有了较好的市场和制度基础，出现了更多的产业性重组，市场化驱动的并购色彩开始增强。

另外一方面，我国控制权变动方式还存在一些问题。这突出表现在金融创新空间较小，并购重组的支付手段仍显单一。目前，上市公司收购主要采取自有资金（现金）或以定向增发为主的股份支付形式，而公司债、资产证券化、可转换

债券等手段因操作审批难度大、周期长，很少被使用。支付手段单一不仅限制了并购重组方案、方式的创新，也使一些希望以资本市场为平台进行产业整合、行业整合的上市公司无法灵活运用收购、兼并等方式实现快速发展。

展望未来，要支持并购创新，推进并购市场发展。要支持上市公司进行并购模式创新，丰富并购支付方式，进一步加快金融产品创新，发展金融衍生品，采用资产证券化、企业债券等多种方式拓宽收购资金来源，以创新的方式推进并购市场发展。

第三章 上市公司控制权转让的定价

引言

上市公司控制权转让行为，其实质是对较为稀缺的控制权资源进行重新配置的过程，而转让定价则是其中一个关键的问题，也是交易各方关注的焦点。在西方成熟的资本市场上，有效市场条件下市场价格反映了股票的内在价值，控制权转让可以通过二级市场的要约和竞价来实现，控制权转让的定价相对比较容易。在中国证券市场上，市场的定价效率尚有待于进一步提高，而且由于股权高度集中，控制权转让很少是通过二级市场的敌意并购来完成的，更多的是通过协议收购、无偿划拨、托管运营¹、司法裁定等形式实现的，因此控制权转让的定价成为了一个高度敏感的问题。如果定价太低，有国有资产流失之嫌，不利于国有资产的保值增值；而如果定价过高，又缺乏买方市场，不利于建立起有效的控制权市场和实现国有股权的资本化运营。

控制权转让价格的形成机制

1. 以净资产为定价基准

一般而言，控制权转让的定价方法包括市盈率法、净现值法、净资产法和市场定价法等，这些方法各有特点。从中国证券市场的实践来看，在股权分置改革以前，大股东持有的股份价值与市场股价的波动没有联系，净资产是国企考核的主要标准，也是非流通股转让的主要定价基准。

1997年3月，当时的国家体改委颁布的《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》第十七条规定，上市公司国有股股权转让股份的价格必须根据公司的每股净资产、每股收益、净资产收益率、实际投资价值（投资回报率）、近期市场价格以及合理的市盈率等因素确定，但不得低于每股净资产。2003年

¹ 托管运营又称委托经营是指当事人双方约定受托方以委托方的名义和费用为委托方处理事务的法律关系，受托人在委托权限内所实施的行为等同于委托人自己的行为。就本质而言，在众多控股权转让案中，委托管理股权并非真正在意义上的股权转让，只是一种股权转让的准备状态，是在有关各级管理机构批文下来前提前介入上市公司管理、整合以及其它实质性重组工作的过渡阶段。

12月16日，国务院办公厅转发国资委《关于规范国有企业改制工作的意见》明确指出，上市公司国有股转让价格在不低于每股净资产的基础上，参考上市公司盈利能力和市场表现合理定价。在这些制度规定下，国有上市公司控制权转让实际操作中基本按照不低于净资产定价这一原则进行。

按每股净资产定价其理论基础是公司价值评估的账面资产法。账面资产法依据公司将要破产或已经破产时每一普通股可分配到的净资产的清算价值来评估股票的内在价值。这种方法显然不够科学。巴曙松（2003）认为，国有股权转让按净资产定价有诸多缺陷，从规范的资产估值理论角度看，将每股净资产值作为国有股权转让的价格是不合理的。因为资产的价值应当取决于未来收益，取决于资产的动态盈利能力，而净资产值只能反映资产的一个历史的成本，并不能反映那些可能影响资产价值的因素。华生（2003）也认为，对于上市公司而言，无论是上市前的账面净资产还是上市后的净资产，都不能作为衡量资产价格的标准。

综合来看，净资产定价原则存在以下问题：

一是净资产是对上市公司历史价值的反映，而控制权协议转让的受让方主要是看中公司未来的发展前景和盈利能力，历史价值不等于市场价值；

二是在非完全竞争控制权转让市场上，公司内部控制人可以通过欺诈、造假、操纵财务报表的方式任意拔高或压低账面净资产。如管理层收购，管理层可以利用信息优势和控制权，压低净资产而降低收购成本，实现对上市公司的股权收购；

三是对于资不抵债的公司，净资产为负，失去了应有的意义，不可能作为控制权转让的依据；

四是净资产价格和二级市场上流通股价格差距很大，以净资产价格收购非流通股可以通过一系列手段（如未来全流通条件下）在二级市场套现，获得巨大收益。因此，上市公司控制权协议转让定价无论采用何种方法，都应充分考虑资产的质量、发展前景及盈利能力，不能简单地把经营不善、资产闲置低效的公司股份转让价格低于每股净资产就认为是国有资产流失，因为等价交换原则是以市场的认同为基础的。

2. 以市场价格为定价基准

股权分置改革真正实现了“同股同权”，非流通股东通过向流通股东支付对价的形式获得了流通权，股价表现和市值变化成为股东们的共同利益基础，净资

产定价方法逐步让位于市场价定价方法。

2007年6月30日，国务院国资委和中国证监会联合发布《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》。该办法规定，国有股东转让上市公司股份的价格应根据证券市场上上市公司股票的交易价格确定。其中，国有股东采取大宗交易方式转让上市公司股份的，转让价格不得低于该上市公司股票当天交易的加权平均价格；国有股东协议转让上市公司股份的价格应当以上市公司股份转让信息公告日前30个交易日的每日加权平均价格算术平均值为基础确定，确需折价的，其最低价格不得低于该算术平均值的90%。

2009年3月18日，财政部发布《金融企业国有资产转让管理办法》。该《办法》规定，无论通过协议方式还是大宗交易，对外转让上市金融企业国有股份和金融企业对外转让上市公司国有股份都必须遵照市价执行。转让方采取大宗交易方式转让上市公司股份的，股份转让价格不得低于该上市公司股票当天交易的加权平均价格；当日无成交的，不得低于前1个交易日的加权平均价格。如采取协议转让，则转让价格应当按照上市公司股份转让信息公告日前30个交易日每日加权平均价格的均价或者前1个交易日加权平均价格孰高的原则确定。

市场价定价模式为控制权买卖双方提供了一个客观的价格基准，有利于避免交易过程中存在的大量腐败和寻租现象，提高控制权市场的运行效率。但市场价定价模式也存在一些缺陷：这主要表现在两个方面：

一是中国股市的定价效率尚有待于进一步提高，股票的市场价格在很多情况下与公司的内在价值缺乏紧密的联系，这容易使控制权的转让价格受到市场系统波动的影响，不利于发现公司真实的价值。

二是在交易过程中，买卖方可通过操纵股票价格影响控制权转让的定价，这种行为不仅给国有资产的保值增值造成了威胁，还损害了中小投资者的利益。

三是目前上市公司控制权的转让审批过程非常冗长，相关公司股票的交易往往需停牌较长时间。由于中国股市的高系统风险和高波动性特征，停牌期间内股票市场常常会发生剧烈波动，在股价指数大幅下跌后，公司股票复牌后往往也会出现大幅的股价下跌，导致股票市场价格大大低于前30个交易日算术平均值的90%，从而引发一系列问题。

特别是，当上市公司采用吸收换股实现控制权转让时，鉴于对中小投资者权

益的保护，提供了现金选择权这一退出机制。在实际重组过程中，自上市公司第一次公告到完成重组的过程往往是一个较长的周期，其间上市公司股票价格也有出现较大波动的可能。按照目前的定价机制，原先现金选择权价格可能高于正式公告日上市公司股票的价格，从而出现较大数量的公众股份持有者选择行使现金选择权，由此将导致原先定价因为时间原因而丧失意义，发生完成换股以后丧失上市资格²，或重组发生困难³的情形。从整体上讲，这种情况损害了控制权市场的效率。因此，现有的定价机制存在进一步完善的空间。

控制权协议转让定价分析

1. 股权分置改革前控制权转让定价分析

从 1993 年以来，上市公司控制权发生变化的数量达到 800 多起，并购重组的交易形式包括：现金，资产置换，无偿划拨、现金和资产置换、以股权抵偿债务，二级市场收购等。⁴考虑到不同的支付方式，股权转让的交易价格存在着一定的差异，因此，本节主要分析以现金方式进行股权协议转让的样本公司。⁵由于股权分置改革对公司控制权的转让定价具有重要影响，下文以股权分置改革为时间节点，分别计算了股改前和股改后以现金支付交易的收购活动中取得控制权的价格。⁶

(1) 股权分置改革前控制权转让的定价

股权分置改革前，以现金支付进行收购共 1719 起，其中取得控制权的有 639 起，未取得控制权的有 1080 起。如表 4.1 所示，虽然取得控制权的平均协议收

² 上港集团吸收上港集箱的过程中，由于最后 30 个交易日里，上港集箱股票的收盘价一直低于现金选择权，市场人士曾预期有较大数量的股份选择现金选择权，使得上港集团在完成吸收合并以后的股权进一步集中，极有可能不符合《有关上市公司股权分置问题的补充通知》中社会公众最低持股比例的规定。

³ 攀钢钢钒吸收攀渝钛业、长城股份重大资产重组案例中，市场也预测现金选择权将可能被大量使用，同时猜测第三方鞍钢又未必有意愿支付如此大量的现金获得股份。

⁴ 周翀，《800 家上市公司变更控股权获新生》，载于《上海证券报》，2007 年 4 月 21 日。

⁵ 本节根据 CCER（中国经济研究服务中心）上市公司股权协议转让数据库的确定样本，并计算出相应的折溢价率。根据 CCER 协议转让数据库的数据表明，从 1995 年到 2009 年共发生 2903 起协议并购，由于存在交易价格数据的缺失，最终剩余样本为 2578 起。其中现金交易有 2035 起，占样本的 80%；无偿划拨有 383 起，其余交易方式均不足 100 次。即大部分并购是以现金支付交易完成。

⁶ 需要指出的是，由于股改距今时日尚短，以至于股改后的样本较少。虽然从理论上来说，折溢价率这个相对指标的均值和中位数不会发生系统性的偏差，但是由于样本数量的大小而带来的偏差依然存在。同时，由于样本存在极值，而很可能使平均值有偏，因此本节表格中所计算的折溢价率都采用中位数。纵然有样本数量带来的问题，本文的结论仍然具有一定的可信性。

购价格与未取得控制权的价格相当；但是，无论以市价为基础还是以资产为基础的折溢价率来看，取得控制权公司的折溢价率均高于未取得控制权的公司。由此可知，为取得控制权，所支付的收购价格相对较高。

以市价计算的折溢价率来看，交易前 30 天平均市场价格计算的折溢价率中位数值为 0.21、0.20，即半数的上市公司的协议价格为市场价格的五分之一；而以资产计算的折溢价率来看，前三年净资产的均值衡量的折溢价率均稍大于 1。由此表明，上市公司并购价格基本以净资产价值为基础。

表 4.1 股改前上市公司协议收购的控制权定价

是否取得控制权		取得控制权 ¹ (639)	未取得控制权 (1080)
平均的协议收购价格 (元)		2.20	2.18
折溢价率 指标 ²	以市价为基础	0.21	0.20
	以资产为基础	1.10	1.06

注：1.取得控制权表示该上市公司的第一大股东发生变更；（）中的数字表示在这期间取得控制权的家次。下同。

2.本章分别以市价和资产为基础计算折溢价指标。表中数值为中位数。折溢价率大于 1 表示溢价；折溢价率小于 1 表示折价；折溢价率等于 1 表示既不溢价也不折价。下同。

计算公式为：

以市价为基础计算的正式公告日前 30 天的平均市场价格及其 30%分别计算折溢价率：

折溢价率=协议收购的每股价格/正式公告日前 30 天的平均市场价格

以资产为基础计算的正式公告日期前三年的平均每股净资产计算折溢价率：

折溢价率=协议收购的每股价格/公告前前三年每股净资产

(2)按收购方所有权性质分类的控制权转让定价

按收购方所有制性质分类，表 4.2 可知，国有公司取得控制权的比例要高于民营企业。即当国有企业为收购方，其获得控制权的概率为 48%，而民营企业这一比例则降为 33%。也就是说，国有企业作为收购方时，获得控制权的概率更大。从平均收购价格来看，国有企业取得控制权的协议价格为 2.07 元，低于未取得控制权的价格（2.29 元）；而民营企业取得控制权的协议价格 2.30 元，高于其未取得控制权的价格（2.10 元），更高于国有企业取得控制权的价格。从折溢价率指标来看，无论是以市价为基础，还是以资产为基础计算的折溢价率，都显现出与平均协议价格相似的走势。

表 4.2 股改前按收购方所有权性质分类的控制权转让定价

收购方	国有企业	民营企业
-----	------	------

是否取得控制权		取得控制权 (216)	未取得控制权 (233)	取得控制权 (423)	未取得控制权 (847)
平均协议收购价格 (元)		2.07	2.29	2.30	2.10
折溢价率	以市价为基础	0.19	0.20	0.22	0.20
指标	以资产为基础	1.08	1.08	1.13	1.06

总的来看，在取得控制权的情况下，民营企业协议收购的折溢价率明显高于国有企业；而在未取得控制权情况下，二者的差异不大。以上结论表明，民营企业在协议收购时，主要依赖市场机制，提高收购价格，以增加获得控制权的可能性；而国有企业发生协议收购时，其是否能取得控制权几乎与协议价格无关，而与该国有企业的主管部门的意愿最有可能直接相关。其中产业政策调整的需要是控股权转让重要影响因素之一。比如，1998年，上海着力推动工业大集团的建设，包括上海地区钢铁、石油化工等行业。1999年重组重点是工业类上市公司，力图使这些公司脱胎换骨。2000年，上海市政府着力推动国有经济战略重组，建立资产重组的市场化机制。⁷通过回顾上海历年来的资产重组历程，可以看到市场化痕迹越来越多地体现在地方政策的文件中，但也从另一个方面表明各地政府一直牢牢地控制着上市公司。自然，上市公司控制权转让无论是有偿还是无偿，高价或低价，都始终符合当地政府的需要。

2 股权分置改革后控制权转让定价分析

(1) 股权分置改革后控制权转让的定价

股权分置改革以后，共有 110 起现金协议收购，其中发生控制权转让的有 45 起，未发生控制权转让的有 65 起，其控制权转让定价情况如下表 4.3 所示。可以发现，如以市价为基础进行计算，取得控制权与未取得控制权的平均协议收购价格的折溢价率相当；不过，以资产为基础的计算结果仍显示取得控制权大于未取得控制权的溢价。

与股改前相比（表 4.1），股权分置改革之后协议收购价格有所提高，以资产为基础的折溢价率变化不大，而以市场价值为基础折溢价率则显著提高。以取得控制权为例，以市价为基础的折溢价率为 0.39（而这一数值在股改前仅为 0.21）。这表明股权分置改革之后，协议收购价格和市场价格的关系日益紧密。

⁷ 王开国著，《中国证券市场发展与创新研究》，上海人民出版社 2002 年版，第 567~568 页。

表 4.3 股改后上市公司协议收购的控制权定价

是否取得控制权		取得控制权 (45)	未取得控制权 (65)
平均的协议收购价格 (元)		2.29	2.27
折溢价率	以市价为基础	0.39	0.40
指标	以资产为基础	1.27	1.08

(2) 按收购方所有权性质分类的控制权转让定价

当收购方为国有企业时，取得控制权的折溢价率高于未取得控制权的；而收购方为民营企业时，取得控制权与未取得控制权的差异不大。然而，这一结果却与股权分置改革前截然不同。与股改前相比（表 4.2），股权分置改革之后，国有和民营企业的协议收购价格、以市价和资产为基础计算的折溢价率都有所提升，其中又以国有企业的收购价格——特别是取得控制权的协议价格，以及市价为基础的折溢价率上升尤为明显。例如股改后，国企平均协议收购价格为 3.50 元（股改前仅为 2.07 元），国企以市价为基础的折溢价率为 0.46（股改前为 0.19）。这种现象很可能反映了近年来国企收购优良资产，做大做强的思路。

表 4.4 股改后按收购方所有权性质分类的控制权转让定价

收购方		国有企业		民营企业	
		取得控制权 (11)	未取得控制权 (9)	取得控制权 (34)	未取得控制权 (56)
是否取得控制权					
平均协议收购价格 (元)		3.50	2.54	2.21	2.26
折溢价率	以市价为基础	0.46	0.57	0.38	0.40
指标	以资产为基础	1.22	1.09	1.28	1.08

3. 控制权转让定价的特征

综合以上分析可以发现，通过协议方式转让控制权的定价具有如下一些特点：

一是股权分置改革前，以市价为基础计算的折溢价率远远小于 1；以资产为基础计算的折溢价率均大于 1，一般溢价率处于 1~1.2 之间，说明当时的控制权转让很大程度上以每股净资产值位基准来确定协议收购价格。

二是股权分置改革以后，以市价为基础计算的折溢价率大幅上升，而以资产

为基础计算的折溢价率无显著变化，说明在股权分置改革以后，协议收购的价格逐渐向市场价格靠近。

三是比较不同口径计算的以资产为基础的折溢价率则会发现，前一年每股净资产计算的折溢价率明显高于以前三年每股净资产均值计算，而後者的中位数却有轻微下降。这在很大程度上表明，发生协议收购的公司存在刻意做低净资产的可能，尤其是取得控制权的公司，这种做低净资产的行为可能性更大。

表 4.5 股改前以资产为基础的控制权定价

是否取得控制权		取得控制权（639）		未取得控制权（1080）	
		平均值	中位数	平均值	中位数
以资产计算的折 溢价率指标	前三年每股净资产均值	1.33	1.10	1.13	1.06
	前一年每股净资产	1.89	1.06	1.58	1.03

控制权转让的其他形式及定价

协议收购是我国上市公司进行控制权转让的主要手段。除此以外，其他股权转让方式，如司法裁决、股权抵债拍卖、无偿划拨、定向增发、换股吸收等等，在控制权转让实践中也得到了充分的运用。本节主要通过案例分析的方式来描述上市公司控制权转让的其它形式及定价。

1. 司法裁决

司法裁定转让已经成为近年来我国上市公司控制权转让的重要形式。通常，当上市公司的原大股东无法偿还债权人债务时，债权人有权申请法院对大股东所持有的股权资产进行冻结拍卖抵债，由法院直接裁定将这部分股权给债权人作为抵偿。2000 年中联建设、幸福实业和炎黄在线等上市公司的控股权通过司法裁定实现了转移；2001 年又有东泰控股、万家乐 A 等 11 个通过司法裁定进行控股权转让的案例。2000 年 11 月到 2003 年 7 月，通过司法途径实现上市公司国有股转让的有 33 起，发生国有股股权转让的上市公司包括：河北华玉、宝硕股份、天然碱、ST 宏业、轻骑海药、ST 金盘等等。在上述众多司法裁决的案例中，多

数受让方最终成为上市公司的实际控制人。⁸

从转让价格来看，由于司法裁决不需要国资监管部门批准，国有股容易以较低的价格被转让，导致国有资产流失。一些案例中的转让价格甚至低于当时公司每股净资产。例如，2002年12月，黑化股份被强制拍卖抵债，净资产2.42元的国有股以0.8元拍卖成交。⁹

2. 股权拍卖

公开拍卖股权是在2001年出现的，天宇电器、东百集团的大股东都通过公开拍卖方式转让控股权。出于规范市场的目的，证监会于2001年9月3日发布的《关于加强对上市公司非流通股协议转让活动的规范通知》，制止场外出现的以公开拍卖方式进行上市公司股权转让活动，并重申《公司法》、《证券法》确立的关于上市公司股份转让的基本原则，即股东转让其股份，必须在依法设立的证券交易场所进行；经国务院批准设立的证券交易场所是上市公司股份转让的唯一合法场所。

在拍卖案例中，也有成交数千万股的大宗交易。伴随这大宗股权拍卖的增多，通过拍卖实现上市公司控制权转让的形式开始成为新的重组模式。拍卖大多起源于上市公司大股东或上市公司本身资不抵债，而发生了控制权转移。例如美达股份原第一大股东美达锦纶集团公司所持有的部分国有法人股经法院强制委托拍卖给广东天健实业公司，天健从此入主美达¹⁰；再如2007年12月，金牛能源通过竞拍的方式获得ST金化原大股东的全部股权，获得了公司40.85%的股份控制权。¹¹

3. 无偿划拨

上市公司的股权无偿划拨是一种较为特殊的并购方式，它是指政府（上市公司的所有者）通过行政手段将上市公司的产权无偿划归并购公司的行为。因此，无偿划拨的转让价格为零。虽然股权的名义控制人发生变化，即股权无偿划拨后的管理层发生较大的变化，但由于政府是该国有资源的最终所有者，所以控制权

⁸ 杨华，《上市公司并购重组和价值创造》，中国金融出版社，2007年2月，第183页~第185页。

⁹ 来源于《2.42元国有股0.8元卖 黑化股份股权被“贱卖”》，载于《证券时报》，2003年12月5日。

¹⁰ 美达股份8181.8182万股国有法人股以1.8亿元的总价拍卖成交，每股价格略低于每股净资产值。杨华，《上市公司并购重组和价值创造》，中国金融出版社，2007年2月，第185页~第187页。

¹¹ 具体案例见《上海证券交易所并购重组典型案例汇编》之《ST金化破产重组》，上海证券交易所，2008年9月。

的变动不会对上市公司带来利益损失。

从中国铝业 2007 年在 A 股上市的案例来看，2001 年山东铝业公司将其持有的山东铝业 71.43% 的股份（4 亿股）无偿划转给中国铝业，2006 年包铝集团 80% 的国有股股权无偿划转给中铝公司。无偿划拨改变了山东铝业、包头铝业实际控制人，同时规避了国内上市公司的监管规定，即上市公司不得与控股股东之间存在同业竞争，以及由此产生的大量的关联交易，从而启动了中铝回归 A 股，实现登陆母国资本市场的需求。

4. 定向增发

定向增发是上市公司通过向特定股东发行股份来换取资产，在并购完成以后使总股本得到迅速扩张，公司净资产大增，在企业抗风险能力大为增加的同时，企业的负债率也在同步降低。从所有权角度而言，在并购完成后，股东在新合并公司的股权结构将发生变化，导致原大股东控制地位的弱化。在比较极端的情况下，通过定向增发的方式也会使上市公司的控制权发生变化。

2006 年华新水泥向 Holchin B.V. 定向增发，以及 2007 年 ST 新智向华丽家族全体股东定向增发新股，完成了其控股权转让。与宝钢股份及中国船舶通过非公开发行实现整体上市的初衷不同，华新水泥和 ST 新智是针对未来大股东的定向增发，实现控制权的转让。ST 新智新增股份的价格为吸收合并前两个月前 20 个交易日交易均价。华新水泥发行价格不低于公告前 20 个交易日公司 A 股股票均价的 120%。

5. 换股吸收

换股吸收是一家公司通过换股方式，吸收其它公司而使被收购公司解散的一种公司合并方式。这种控制权转移的方式最早用于解决历史遗留问题而被监管机构使用。¹²2004 年以后，上市公司吸收合并活跃，且明显带有产业整合的目标，并且在定价方式上更突出了市场化特征。

2004 年第一百货吸收华联商厦是吸收合并的典型案。其主要内容是：类别不同的股东按不同比例折股，对不同意吸收合并的股东安排现金选择权，吸收合并完成以后，依法注销华联商厦，第一百货作为续存公司吸收华联商厦的资产和负债。对非流通股股东折股比例以净资产为基础，采用加乘系数法，考虑合并

¹² 见 1998 年《国务院办公厅转发证监会关于清理整顿场外非法股票交易方案的通知》。

双方主要的商用房地产潜在价值、盈利能力和业务成长性，最后确定非流通股折股比例。在合并基准日，第一百货每股净资产 2.957 元，华联商厦每股净资产 3.572 元；第一百货为 7.62 元/股，华联商厦 7.74 元/股；而根据合并方案，华联商厦的非流通股按 1：1.273 换成第一百货的非流通股，华联商厦流通股按 1：1.114 换成第一百货的流通股。

6. 控制权转让的定价特征

表 4.8 列举了上述控制权方式的典型案例，并总结了其定价特征。如表所示，无偿划拨的转让价为 0，而定向增发则是在市价的基础上确定价格，其它三种转让方式均是以净资产值为基础。不过，司法裁定、抵债拍卖、吸收合并转让的初衷还是有很大的不同。司法裁定和抵债拍卖往往起因于大股东资金周转不善，带有强制性质，其转让价格自然不高；而吸收合并则带有自愿性质，其转让价格的确定以净资产为基础，还会考虑潜在价值、盈利能力等综合因素，从而使转让价格往往高于净资产值。

表 4.8：上市公司控制权转让其它方式的典型案例及定价

控制权转让方式	典型案例	转让定价
司法裁定	中联建设、幸福实业、炎黄在线	原债务金额与标的股权根据每股净资产计算所得的价格无几
股权拍卖	天健实业公司通过竞拍美达股份	与净资产相近或低于净资产价值
无偿划拨	中国铝业吸收山东铝业、包头铝业	0
定向增发	华新水泥向 Holchin B.V.定向增发	不低于公告前 20 个交易日公司 A 股股票价格均价的 120%
吸收合并	第一百货吸收华联商厦	非流通股股东折股比例以净资产为基础，转让价格略高于净资产价值

控制权的私人收益与转让定价

1. 控制权的价值与私人收益

股票具有现金流所有权和投票权两种经济属性，小股东并不能有效地控制公

司和监控管理层，因此小额股权转让的定价主要考虑现金流所有权部分，而投票权的经济价值并不受重视。与之不同，大股东可以对公司实行有效控制，这种控制使投票权产生经济价值，因此控制权的转让定价必须同时考虑现金流所有权和控制权的价值。

控制权的价值来源于两个方面：

一方面，大股东具有足够的激励去收集信息并有效监督管理层，从而避免了股权高度分散情况下的“免费搭车”问题；此外，大股东在某些情况下直接参与经营管理，解决了外部股东和内部管理层之间在投资机会、业绩表现上的“信息不对称”问题。因此，大股东对公司的控制有助于增加公司价值，使所有股东都能按照持股比率获得收益，这种收益可称为控制权的共享收益(Public Benefits of Control)。

另一方面，大股东也有可能以其他股东的利益为代价来追求自身利益，通过追求自利目标而不是公司价值目标来实现自身福利最大化，例如大股东可以通过转移价格、关联交易等手段获取巨额收益。这些收益并不按持股比例在所有股东之间进行分配，而只有大股东才能享有，因此可称为控制的私人收益(Private Benefits of Control)。

从中国证券市场的具体情况来分析，在保护小股东利益的法律体系和公司内部监督机制尚不完善的情况下，相当部分新进入者获取控制权的主要动机是为了获得“掏空”上市公司的机会和取得“壳价值”，而并非着重于通过提高管理效率和强化协同效应等途径来创造公司价值。

具体而言，控制上市公司的私人收益主要来源于两个方面。一方面，我国上市公司普遍地存在“一股独大”的现象，截至 2008 年底，第一大股东平均持股比例为 41.3%。大股东与其控股的上市公司之间存在许多生产经营方面的联系和非生产性经济往来，控股股东会通过不正当的关联交易、信贷担保及占用资金等手段“掏空(Tunneling)”上市公司，侵害小股东利益，从而获得控制的私有收益。另一方面，上市公司具有独特的上市价值，除了可以提升公司的知名度和信用度外，更可以享有资本市场上以配股、增发、发债等形式获得直接融资的便利。在企业上市尚实行严格的“核准制”，上市节奏受制于行政管制的情况下，通过受让上市公司控制权以实现“买壳上市”，不但可节省直接上市所需的高额成本，

还可以获得直接融资的可能性。因此，上市资格所具有的经济价值便成为控制权价值的另一大来源。

2. 控制权私人收益的测量

上市公司控制权转让行为，其实质是对较为稀缺的控制权资源进行重新配置的过程，控制权的私人收益则是影响控制权转让定价的重要因素。近年来，国内学者借鉴国外的方法，并结合国内实际进行一定修正，以估算我国上市公司的控制权私利规模。

Bai、Liu & Song (2002)认为，由于上市资格很稀缺，因此无论控股股东还是政府都不会轻易放弃上市资格。当公司被特别处理时，控股股东会想方设法把优质资产注入上市公司，以图改善公司恢复上市资格的业绩；而政府也会扶持帮助其他大股东或潜在收购者获得公司控制权，改善上市公司质量。所以，作为一个整体，所有的投资者都能从公司业绩的改善中获益，而这些收益将反映在ST公司正的超常收益中。Bai、Liu & Song (2002)指出，如果其他大股东的股份越集中，则潜在的控制权竞争就越激烈，于是能够产生更高的超常收益。由公司被特别处理导致的累计超常收益，可以看成是在位控股股东为了保住公司上市地位而放弃的福利规模，而这种超常收益能够用来衡量公司控制权私利的规模。他们对66家ST公司特别处理消息宣布前后共22个月的累计超常收益进行计算，发现平均达到28.99%（中值为26.32%）。

唐宗明和蒋位(2002)把大宗股权转让溢价(即控制权价格)定义为 $CP = (PA - PB) / PB$ ，其中PA为大宗股权转让的每股价格、PB为被转让股份的每股净资产。选取每股净资产作为股份的基准价值是因为，我国国有股和法人股不能上市流通，没有真正意义上的市场价格，买卖双方协议转让时，一般都是在对被转让股份进行价值评估的基础上谈判价格；而每股净资产是国际通用的资产定价基准，所以把它作为转让溢价的计算基准有一定合理性。他们选取了1999-2001年间共90起大宗股权交易作为样本，按照上面列示的公式进行计算，得到大宗股权转让平均溢价达27.9%，控制权私利水平为6%（即大宗股权所含股份比例乘以转让溢价）。

施东晖(2003)认为，以大宗股权转让价格和每股净资产值之差来衡量控制权私利的方法存在着明显的缺陷，因为每股净资产值无法反映公司的盈利状况和增

长潜力，并不能代表基于剩余索取权的股票价值，因此不能作为衡量控制权价值的基准。为此，他提出应选取在一年内同时发生控制权交易和小额股权交易的公司作为样本，在两类交易“一一配对”的基础上计算交易差价，从而能够较好地衡量公司的控制权价值。在对 1997- 2001 年间的股权交易样本进行筛选的基础上，得到一年内同时发生控制权交易和小额股权交易的样本公司 35 个，其中控制权交易 35 起、小额股权交易 42 起，据此计算得到控制权交易私利水平为 22.6%。

叶康涛(2003)指出，由于我国市场的特殊性，能更真实反映我国控制权私利的一个指标是控制权溢价和非控股、非流通股股份转让价格之间的比值。经他测算，该比值大约为 28%，即同样是非流通股转让，控股比不控股的价格要高出 28%。

林朝南等(2006)以大宗股权交易前三年的加权净资产收益率来反映公司未来增长的预期，并以之作为控制权共享收益在私利计算中予以扣除，克服了以往研究中高估私利规模(主要是忽略了控制权共享收益)的问题。他们选择了 2001—2004 年 A 股市场上控制权交易样本 286 起，分行业类别进行计算。他们发现，信息技术业和房地产业的控制权私利水平最高，分别达到 33%和 26%；制造业、农林牧渔业和批发零售业的均值在 12%至 16%之间；社会服务业、交通运输仓储业和综合类的均值则在 10%以下。

综合已有的研究，中国上市公司控制权的私人收益在 20%以上，这一数字高于 15%的国际平均水平(Hanouna, Sarin & Shapiro, 2001)。从中国股市特殊的制度背景和股权结构来分析，我们认为这种控制权价值主要来自于大股东对公司的“掏空”行为以及公司本身具有的“壳”价值两个层面。

小结

定价是控制权转让活动中最核心的问题，公平性原则、对国有资产和中小投资者利益的保护原则最终都体现在价格的确定方面。从定价的形成机制来看，股权分置改革前，以市价为基础计算的折溢价率远远小于 1，以资产为基础计算的折溢价率均稍大于 1；而股权分置改革以后，以市价为基础计算的折溢价率大幅

上升,而以资产为基础计算的折溢价率无显著变化,这说明在股权分置改革以后,协议收购的价格逐渐向市场价格靠近,传统的以净资产为定价基准近年来逐步让位于以市场价为定价基准。从控制权定价的影响因素来看,在保护小股东利益的法律体系和公司内部监督机制尚不完善的情况下,中国股市较高的控制权私人收益成为影响转让价格的重要因素,并在某种程度上阻碍了控制权市场的良性发展和有效运行。

为了优化控制权转让的定价机制,提高控制权市场的运行效率,这里提出如下一些政策建议:

1. 以“因类制宜”为原则对市价定价方法进行适当修正

在监管部门的相关规定出台后,市场价格已成为控制权转让的定价基准。就具体的转让方式而言,股权转让的定价方法应该遵循“因类制宜,适当修正”的原则,即对于不同的目标公司采用各类适合性的方法,并结合我国的实际情况进行相应的修正。比如对于维持主业、经营型收购可更多地考虑市场参照法;对于规模性重组、享受融资优惠型收购可更多地选择现金流量折现法;对于高门槛、垄断性强行业的收购可考虑在现金流量折现法基础上适当提高控制权溢价。

2. 引入控制权转让的竞争机制

目前的股权转让在价格方面有两个弊端:一是收购交易费用过高。收购方把大量的人力物力消耗在谈判和交易的过程中。二是转让的股份转让价格不合理。由于转让价格由买卖双方私下协商确定,股权价值有可能被低估,由于审批环节较多,给内幕交易、市场操纵等违法行为带来可乘之机。解决上述两个问题,最有效的办法是建立和健全外部交易市场,引入市场竞争机制,尽可能的采取拍卖、招标、集中市场挂牌及电子报价等形式,从而充分发挥竞价机制的作用,提高转让定价的效率。

3. 改善换股吸收中的定价机制

减少吸收合并的时间是也改善定价机制的重要方面,其中国有股转让审批程序和最终审批权限急需调整和完善。根据现有法律、法规和政策规定,国有股和发起人国有股权转让须履行逐级审批程序,最终获得财政部批准,股权转让方能生效。也就是说,目标公司控股权的转让必须逐级上报至财政部获批准后才能实施。漫长的审批过程及繁琐的审批手续在客观上造成了股权转让的效率非常低。

应该在适当时机改革审批制度，实施国有股权分级审批制和当地政府实质审核相结合的国有股权转让审批制度。

4. 进一步提高二级市场的定价效率

股权分置改革完成后，中国资本市场将迎来全流通，二级市场的价格将作为控制权转让定价的最重要参考依据，二级市场的效率将决定控制权转让定价的公平、合理与效率。因此，需要不断深化公司治理机制改革，进一步提高整个资本市场的定价效率，为控制权转让定价创造公平、合理和高效的宏观环境。

第五章 管理层收购

引言

作为公司治理机制重要组成部分的“公司控制权市场”，如果从行为主体上区分，可以分为来自外部的公司控制权市场行为，以及来自于内部的公司控制权市场行为。后者一般称之为管理层收购(Management Buy-out, 简称 MBO)。

在现实中，按照收购主体的不同，管理层收购可以分成三种类型：

(1)典型的管理层收购，指完全由内部管理者融资独立进行的收购。

(2)管理层与员工联合收购(Management-employee Buy-out, 简称 MEBO),企业员工和管理层一起完成对企业的收购，管理层获得多数股份和控制权。

(3)外部投资者和管理层联合收购(Investor-led Buy-out, 简称 IBO)，收购完成后原企业管理者取得企业控制权，外部投资者在适当的时候通过向管理者或其他投资者转让股权退出企业。这是最为常见的管理层收购形式，因为如果管理层发动收购，往往需要外部投资者提供资金和收购策划支持。如果是外部投资者发动收购，则需要利用管理层对企业的信息优势，借助于管理层的能力实现投资回报。

管理层收购的本质是管理层通过收购同时具有了管理者和股东双重身份，是一种收购手段和方式。

一般认为，管理层收购其源于 20 世纪 70 年代晚期的英国。1980 年，英国经济学家迈克·莱特 (Mike Wright) 在研究公司的分立和剥离时发现了一种奇特的现象：在被分立或剥离的企业中，有相当一部分被出售给了原先管理该企业的管理（或经理）层。在当时的研究中，这种现象还没有名字，人们笼统地把它称之为“buy-outs”。后来，英国的工商金融公司 (Industrial and Commercial Finance Corporation, 一家对此类收购进行融资的主要机构) 把这种现象起名为管理层收购 (Management buy-outs), 简称为 MBO, 该名称一直沿用至今。随后，迈克·莱特在英国诺丁汉大学成立了“管理层收购研究中心”(CMBOR, Center of Management Buy-out Research), 成为研究管理层收购的重要学术阵地。到 20 世

纪 80 年代，管理层收购成为英国对公营部门私有化的最常见形式。

事实上，美国管理层收购的出现大约在 20 世纪 70 年代末，并不比英国晚。经过了第三次全球并购浪潮，多数大公司部门繁多、业务庞杂、效率低下、缺乏竞争力，出现了“大企业病”。业务剥离、分拆、分立、出售和破产等措施被普遍运用，这时，出现了被剥离公司管理者在外部投资者的支持下利用高财务杠杆收购所在公司的现象。这一现象在垃圾债券的推动下于 1988 年达到了顶峰。美联储 1989 年的统计调查表明，杠杆收购的融资额已经占了大型银行所有商业贷款 9.9% 的份额。20 世纪 90 年代初期，随着垃圾债券市场的萎缩，杠杆收购的步伐变慢。到 90 年代中后期，管理层收购随着美国公司剥离浪潮的出现重新成为主要的收购方式之一。

自从管理层收购在 20 世纪 70 年代末出现后，20 世纪 90 年代初，作为产权多元化改革的一种方式，它得到了广泛的应用。它不但出现在俄罗斯、东欧等经济转型国家的国有企业改革过程中。在日本，一些在经济危机中陷入困境的企业也采取了管理层收购的方式对企业进行拯救。

国外管理层收购的发展和实践

尽管从管理层收购的发生和发展历史上看，英国、美国和俄罗斯是发生管理层收购活动数量最多、最具代表性的国家。但是，三个国家管理层收购表现出了不同的模式，在实施动因、主导力量、操作过程上表现出了很大的差异。例如，美国实施管理层收购大多出现在拆分业务、剥离资产、反对敌意收购或避免财务危机的情况之中，且一般为外部投资者主导进行；英国将管理层收购主要用于国有公营部门私有化，多由企业内部管理者主导；俄罗斯则用在计划经济向市场经济转型的过程中，政府官员和企业管理者在其中起了主要推动作用。但由于大量的不规范、甚至违法的操作，俄罗斯的私有化造成了巨大的经济损失和社会动荡，成为历史上的败笔之作。

1. 美国的管理层收购实践

美国管理层收购是 20 世纪 80 年代兴起的杠杆收购浪潮的产物，利用大量的负债和高财务杠杆实现融资是其主要特征。在 80 年代中期，一些典型杠杆收购

的资产负债率甚至高达 90%以上。自 80 年代初起，管理层收购在美国迅速地发展起来。根据《Mergerstat Review》的统计(见下表),美国的管理层收购活动在 1979 年前很少,1980 年才开始大量出现,之后交易价值、数量都有所发展,在 1979-1987 年期间，管理层收购曾占全部收购交易额、交易数量的 22%以上。

美国 1979-1987 年的管理层收购

年份	占公司兼并价值(%)	占公司兼并数(%)
1979	NA	NA
1980	NA	7.5
1981	4.1	10.1
1982	9.0	17.2
1983	18.1	18.9
1984	13.1	27.0
1985	20.7	22.6
1986	22.5	19.7
1987	22.7	16.4

资料来源:Mergerstat Review, 1980-1988 各期。

在美国 MBO 案例中，绝大多数(尤其是大型企业的收购)都是在中介机构(如 KKR, Kohlberg Kravis Roberts)主导下完成的。同时作为股权投资者，管理层收购投资者又具有管理层所不具备的资本运作才能和财务管理才能。实现和追求实业经营才能和资本运作才能的有机结合是最终导致管理层收购投资者出现并成为主导的根本原因。在目标企业的选择上，具有较为稳定和丰富现金流的企业才有可能成为收购对象，而这样的企业一般存在于成熟行业中。

市场环境完善是 MBO 在美国盛行的主要因素。成熟而发达的并购市场使管理层收购的运作充分市场化，这体现在交易的所有环节。目标企业的选择、交易对手与价格的确定、收购的融资、收购后的整合都是在一个个具有强烈竞争性的市场中完成。尤其在广泛存在的数量众多的专业的管理层收购投资者使这个市场成为一个既有活力、又有竞争的市场，使管理层收购没有呈现出—出售方与管理层双边垄断的低效率局面，而是呈现出竞争和信息都较为充分的局面。另外，法律制度健全是市场完善的一个重要体现。美国的企业并购制度从信息披露、交易

程序、公平性等方面形成了一套比较完整的管理层收购法律规范。而这套体系的核心是充分保护投资者利益，尤其防止管理层利用内部优势来侵害投资者利益，使交易充分体现公平性。

2. 英国的管理层收购实践

1979年，撒切尔夫人主政后，推行“小政府，大社会”模式，对公共部门进行改革，将国营企业由国有转为私有。起初时出售部分股票。1984年出售英国电信开始，私有化范围扩大，涉及的部门也越来越多。1987年后英国私有化向纵深发展，开始向自然垄断部门开刀。英国私有化采取的主要形式是：国营企业向一般公众发售股票；向金融机构出售股份和向现有工业企业出售子公司；向本公司管理者及其它层次的员工出售企业。其中管理者收购在英国私有化中起了不小的作用。特别是修改公司法，允许管理者收购时用该企业的资产作抵押筹集资金，解决了管理者收购中自有资金不足又融资困难的瓶颈，从而增加了管理者收购的机会。1989年，管理层收购的交易额达到年度最高水平（75亿英镑），1990年管理层收购年度公司数达到顶峰（超过600家）。之后，随着国有民营化运动的结束，管理层收购交易额趋于减少。但是，在90年代中期，在科技、传媒和通讯等新经济产业的推动下，管理层收购又逐渐达到了高潮。到1997年时管理层收购企业数达到700多家，到2000年交易额到达历史最高点（230多亿英镑）。相应地这个时期的管理层收购多数发生在基础和传统产业中。之后，新经济带来的泡沫逐渐破灭，管理层收购也随之降温。

从整体上看，英美两国之间的管理层收购没有本质的差异，交易流程、融资特点、收益产生等基本上相同，市场环境也基本相同。但是由于两国管理层收购的缘起、法律环境以及政府和社会公众的态度，使二者表现出了一定的差异。起源于国有民营化对英国管理层收购有着很深刻的影响。这种影响的主要体现是在目标企业的选择上。与美国管理层收购的目标企业选择是一个纯粹的市场化过程不同，英国管理层收购的目标选择带有明显的政府指定痕迹。要求目标企业具有稳定的现金流和可能的效率提升空间是美国管理层收购目标企业选择的主要标准。而在英国首先被推动实施管理层收购的是政府准备出售的国有企业，尽管这些企业在一定程度上也符合现金流稳定、效率有提升空间的要求，但它们被选中在更大程度上是基于政府的标准和需要，而不是投资机构和管理层的标准和需

要。而正是这个出发点的不同，在路径依赖作用下，形成了一个在环境、主导者、结构等与美国有着更多差异的管理层收购。另一方面，英国管理层收购的规范相对来说更加全面。总结英国对于管理层收购的规范，可以分为两个方面：对于内部流程的规范和对于外部流程的规范。所谓内部流程主要是界定了在收购过程中作为收购方的管理层与目标企业的关系，主要目的是在目标企业内部形成保证交易公平的制度约束。所谓外部流程则规定了收购所有参与主体共同遵守的规范，主要目的是形成透明、公开、公平的收购秩序。

3. 俄罗斯的管理层收购实践

根据俄罗斯在 20 世纪 90 年代初制定的所有制法规定，“私有化”就是指“把国家所有制或市政所有制的企业、财产综合体、房屋、设施和财政转让，变成公民和法人私有制”。俄罗斯私有化中，MBO 是最主要的形式。俄罗斯国有企业出售给管理者和职工的占 55%(另一种说法是，俄罗斯 2/3 的企业被管理者和员工控制)。与英国不同的是，英国出售国有企业给政府带来了很大收入，在出售过程中，交易的双方是对等的，交易结果是公平的。俄罗斯则大相径庭。由于立法滞后，监管真空，具体操作又缺乏透明和规范，在实施 MBO 中，出现权力向资本转化。诸如，掌握企业控制权的管理者，在评估企业资产时根据需要随意定价；不同劳动集团商量，擅自购买控制权股；任意选择私有化方案；国有资产委员会的工作人员或主管部门负责人利用职权敲诈或受贿；法律规定不允许工人集体购股，工人只能单独买股票。

这场“私有化”浪潮所造成的恶果，不仅肢解和摧毁了这些国家原本比较健全的经济体系，造成了国有资产大量流失，导致社会效益的严重恶化，而且造成了普遍的物价飞涨、生产滑坡、失业增多、以及人民实际生活水平急速下降等一系列日益严重的社会问题。据俄罗斯国家杜马私有化结果分析委员会的弗·利西奇金透露，俄罗斯出售 12.5 万家国有企业，平均售价为 1300 美元；约有 500 家实际资产总计要达 2000 多亿美元大型企业，只以 72 亿美元的低价出售给了权贵阶层；拥有 34000 多名职工的大型国有机器制造企业乌拉尔机械制造厂仅出售 270 万美元，拥有 54300 名职工的车里亚宾斯大拖拉机厂只卖了 220 万美元。仅 1996 年，俄罗斯国有企业私有化造成的损失比希特勒侵略战争使国家财产遭

受的损失还要多。而根据俄罗斯安全机构的报告显示，在私有化过程中，俄罗斯 2/3 的具有丰富资源和经济潜力的地区已经被各种灰色经济实力、黑手党组织所控制，对俄罗斯的经济安全构成严重威胁。

随着私有化浪潮的疯狂掀起，俄罗斯的国民经济和无数企业的经济效益也出现了罕见的大滑坡。仅在俄国最初实行私有化的五年中，即“从 1992 至 1996 年，俄罗斯国内生产总值下降了 50%左右，使国民经济倒退了近 20 年。”如果从整个国家的经济实力来衡量，1990 年俄罗斯未实行“私有化”前的国民经济总量为中国的 2 倍，但是，到了 2003 年，俄罗斯的国民经济总量却比中国要少三分之一。更为糟糕的是，俄罗斯在实行“私有化”过程中出现了经济衰退和社会动荡的同时，引发了剧烈的通货膨胀，直接导致了绝大多数俄国民众生活水平的急剧下降。据《俄罗斯和东欧中亚国家年鉴(1996)》的记载，俄罗斯 1991 年-1996 年的物价上涨了 6188 倍，其中与人民生活密切相关的消费品价格上涨幅度更大。而在 1996 年以后的岁月里，由于私有化引起的经济失衡惯性难以遏制，俄罗斯的通货膨胀率一直在两位数以上，物价飞涨吞噬着全国民众的劳动积累，使全国多数民众几十年的积蓄包括推行“私有化”改革中分得的私有化“财富”化为乌有，造成绝大多数工薪阶层人员，特别是退休人员和退伍军人的生活水平急剧下降。

显然，俄罗斯实行的私有化改革充斥着大量违规行为，其并没有实现“提高经济效率”的改革初始目标。相反，却导致了国资严重流失、经济倒退、科技滑坡、社会动荡等重大灾难。因此，俄罗斯的教训应使其它正在进行改革的国家得到警示。

4. 国外管理层收购发展的时代背景与经验教训

MBO 的出现并非偶然，在很大程度上，它可以说是 20 世纪 70 年代英美的公营企业私有化和公司分拆的结果。公司分拆是指大公司将部分非主导业务剥离出去，以便集中精力经营主导业务。在战后至 20 世纪 70 年代以前，公司发展的总趋势是：不断地寻求兼并机会，迅速扩大公司规模，很少出现通过公司分拆将公司变小的现象。物极必反，20 世纪 70 年代后，这种倾向开始逆转，很多过去因追求多样化而形成的大公司遇到了发展的障碍而不得不将公司拆小，即卖掉一些业绩不佳的辅助业务或子公司等，在很多时候，公司总部更愿意将小公司卖给原来经营公司的管理层，即所有权变更而管理层不变，这就是 MBO。

MBO的实质是公司控制权从原来的股东手中转移到了原公司的管理层手中,公司的治理结构发生了变化。MBO之后的公司资本结构具有高比例负债的特点。现代企业理论正是基于这两点 MBO 做出解释。

MBO 是一种特殊的控制权转移,即公司管理层收购公司控制权的行为。从国内外的实践来看, MBO 主要发生在以下领域:上市公司和公营企业民营化。前者通过 MBO 解决上市公司因控制权分散导致的代理问题,因而实施 MBO 的最终结果是退市;后者主要是为了解决公有企业由于产权界定不清产生的激励问题。从发生 MBO 的公司所处的行业属性来看,大量的 MBO 发生在成熟行业或人力资本问题突出行业。因为成熟行业充裕的现金流可以满足管理层实行杠杆收购时大量的现金要求,而人力资本问题突出的行业中实行 MBO 则体现人力资本所有者拥有产权这样一种趋势。

客观上讲, MBO 在近二十年内为英国和美国的高速发展做出了杰出贡献。它既是一种金融创新,又是一个很好的激励工具。归结起来,英美 MBO 的兴盛与两方面因素密不可分:其一,完善的市场环境,包括保护投资者及相关利益者的法律制度和维持公正与透明的竞争氛围。由市场化的环境和法律制度决定,目标企业的定价是比较充分的;在这样的环境中,如果要损害目标企业股东、债权人、员工等的利益,从中获取收购绩效,是比较困难的。其二,参与主体,如发动收购的管理层、外部投资者的共同努力。尤其是管理层,他们是促使收购绩效提高的主要因素。因为, MBO 的本意和目标,是通过这样一种激励方式,如因持股及可能得到巨额财富和对企业更大的自主权、控制权而在经营上更加投入,发挥出更大的潜力,由此带来企业效率的提高。

然而,英美国家实践中的一些动向表明, MBO 并不是一个完美的激励工具,很多失败的案例说明了这一点,如 1988 年美国 RJR Nabisco 公司收购案。当时,以 CEO 罗斯“约翰逊(Ross Johnson)为首的管理层看到公司被市场严重低估,出现投机机会,希望通过收购获得潜在的收益空间。这样的动机并不是出于对公司经营业绩的考虑(实际上当时 RJR Nabisco 的经营业绩极为出色),而是公司的股价被市场严重低估所带来的巨大投机机会。当妄图通过收购侵占股东和员工利益时,罗斯·约翰 MBO 计划的失败也就不足为奇¹³。以此购并案为基本素材的报告

¹³ 赵波. MBO 与国资变局. 智囊财经报道. 2003, 6

文学《门旁的野蛮人:RJR Nabisco 的陨落》(Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco)被《福布斯》杂志评选列入上世纪后 20 年间美国最伟大的 20 部商业著作。可见, MBO 的激励作用, 只能建立在良好的法律环境和有效的监管体系下, 以及管理层在道德方面能够进行有效的自我约束的前提下。因此, 同时作为一种资本运作手段的 MBO, 在激励管理者方面是有局限性的。

同时, 俄罗斯私有化改革应使我们警醒。这场运动是一批官僚和经济学者不顾国情、盲目照搬西方模式推动的。由于操作过程中无立法、无监督、无规范, 导致国家和人民的大量财富向社会少数人转移, 造成国资流失、经济倒退、人民生活水平大幅下降等严重后果。根据国际货币基金提供的统计资料, 到 1998 年, 俄罗斯私有化企业有 50%陷入了亏损, 有 25%的私有化企业实际上已经破产¹⁴。可见, 不考虑改革实施的环境和制度条件, 盲目照搬西方私有化模式带来的后果是相当严重的。

国内管理层收购的发展和争议

1. 国内管理层收购的兴起与降温

MBO 在中国的发展大致可以分为两个阶段: 第一阶段主要体现为国有中小企业、乡镇企业改制过程中出现的管理层持大股、控股现象; 第二阶段主要体现为上市公司的管理层通过收购直接或间接成为所在公司大股东的现象。

第一阶段是从 1995 年以后到 2000 年间。这个时期的国有中小企业在中央“抓大放小”的政策下, 纷纷以股份合作制作为改革的突破口, 企业国有产权向企业职工手中让渡。但由于较为平均的持股份额以及企业转型初期的带有的国有体制阴影使改制企业在经历了改制初期的兴奋后, 又重新面临生存危机。这种情况下产生了进一步深化改革的内在需求。

经营者持大股, 甚至控股, 成为中小企业改革进一步深化的主要体现。一方面是通过增资直接扩大经营者队伍在整个股权结构中的比例, 另一方面是通过股权的转移, 由普通职工或是国家(集体)将所持股权全部(部分)转让给管理层。其中企业的领导者又在管理层持股中占主导地位。

¹⁴ 杨斌. 威胁中国的隐蔽战争(上篇第三章). 北京:经济管理出版社, 2000

第二阶段上市公司 MBO 虽然在同一时期也有萌芽,但并未引起很大的关注,即使受到关注也基本上作为上市公司改善内部激励机制来看待的。从首次信息公开披露的角度来划分,我国第一起上市公司管理层收购发生在 1997 年,当年 5 月 7 日大众出租一纸公告,“经公司一届九次董事会讨论决定,我公司已于 1997 年 5 月 5 日,以协议方式一次性向上海大众企业管理有限责任公司转让所持有的上海浦东大众出租汽车股份有限公司法人股 2600 万股,占公司总股本的 20.08%”,而上海大众企业管理有限责任公司 90%的股权由浦东大众(现已更名为大众科创 600635)的内部职工持股会持有。显然这是一次典型的管理层与职工的联合收购,只不过当时舆论对此没有太多关注,使之平淡地创下了一个记录(益智, 2003)。

进入 21 世纪后,上市公司的管理层收购逐渐走上历史舞台,并成为人们关注的焦点。这段时期又可以以 2003 年为界分为两个阶段。2003 年前的管理层收购主要体现在管理层通过设立收购公司直接收购上市公司国有股,如美的股份、胜利股份、深圳方大等。在此之后的管理层收购则采取了更加隐蔽、曲折的做法,如通过收购上市公司母公司的股权间接获取上市公司控制权,融资手段上则进行了信托融资、管理层收购基金等创新。2003 年 4 月,财政部向原国家经贸委企业司发函,建议“在相关法规制度未完善之前,对采取管理层收购的行为予以暂停受理和审批,待有关部门研究提出相关措施后再作决定”。在财政部亮黄牌后,此前火爆一时的“管理层收购竞赛”暂告一段落。

2004 年到 2005 年,国资委先后颁布了《关于规范国有企业改制工作的意见》和《企业国有产权转让管理暂行办法》、《企业国有产权向管理层转让暂行规定》,在规范国有企业改制及国有产权转让行为的同时,也对国有企业管理层收购进行了原则性规定——主要体现为管理层不得参与国有产权出售决策、不得利用目标企业获取财务资助、管理层对企业经营业绩下降负有责任的不得参与收购本企业国有产权等。证监会也对管理层收购涉及的信息披露等问题进行了规范。2006 年 1 月,《关于进一步规范国有企业改制工作的实施意见》出台,对国有大型企业管理层收购做了明确的限制性规定。整体上看,上述规定构成了一些基本原则,但还远没有形成一套完整的制度约束。所以在这些规定发布后,中国的管理层收购依然处于一种半地下状态,计划实施和正在实施的企业都十分谨慎,十分低调。

并且一个突出表现是在中央政府加强对管理层收购的管制的同时，地方政府对于本地上市公司和国有企业的管理层收购给予了较大的支持。

2. 国内管理层收购兴起的背景

改革开放至今，我国国有企业改革大致经历了四个阶段。

第一阶段，大致从1980年至1984年9月，这是扩大企业自主权的试验阶段。主要思路是改革高度集中的计划经济管理方式，扩大企业自主权，以增强国有企业对市场信号的反应能力。

第二阶段从1984年9月至1993年底，实行企业承包制并努力转换企业经营机制。这一阶段的基本思路是：实行政企分离，所有权与经营权分离。同时在绝大多数国有企业实行承包制的经营方式。

第三阶段从1993年至2000年，这是致力于建立现代企业制度阶段。其基本思路为：建立适应市场经济要求的“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度，同时，国有企业按照《公司法》的要求逐步改组成为有限责任公司和股份有限公司。综观国有企业前三个阶段的改革，无论是扩大企业经营自主权还是实行承包责任制，主要是围绕着企业经营自主权而展开的，这些改革措施没有涉及企业的产权问题，其效果固然存在但问题也很多。

国有企业第四阶段的改革是自2000年以来出现的MBO风潮。MBO所针对的改革对象已经不再是前三个阶段改革时的企业经营自主权，而是产权，也就是财产的最终所有权、价值形态的财产所有权和实物形态的财产所有权以及二者之间的权责关系。从管理学意义上讲，MBO是对前三个阶段改革所致力于的现代企业制度所有权与经营权相分离的委托——代理关系的反叛，因为MBO所追求的是一种所有权利经营权的相对集中。MBO的倡导者们认为在经理层对公司进行收购后，实现了对决策控制权、剩余控制权和剩余索取权的接管，而不只是纯粹担任股东的“代理人”的角色，对公司而言，可以降低代理成本，减少对经理人权力的约束。因此，MBO实际上涉及的正是如前所述产权学派着重关注的企业产权问题和代理成本问题。

3. 国内有关管理层收购事件中所出现的争议

自1997年第一例上市公司MBO案至今，我国已有粤美的、宇通客车等超过100家的上市公司完成了MBO，全国市县一级中小国有企业通过MBO改制的数

目据估计也已有数十万家之多。

西方 MBO 的成功实施是与其社会功能结构，如法律体系、信用体系等的配套完善密不可分的，而在我国，目前社会功能与法律体系并不完备，在缺乏有效监管的环境中，作为一种新的改革产权制度的方法——管理层收购近年来成为中国证券市场上和关于国有企业产权改革中最受争议的话题之一：支持者将其称为国有企业(包括国有股东占主导地位的上市公司)进行产权改革、完善管理层激励的有效手段；反对者则针对实践中出现的各种利益方利用管理层收购手段侵吞国有资产、侵害中小股东利益等问题而反对管理层收购的大范围实施；监管层的相关政策也因为这种种争论而几经反复。

由于担心大规模实行 MBO 可能会导致过大的风险，2003 年 4 月，财政部就曾紧急叫停 MBO，财政部在给原国家经贸委企业司《关于国有企业改革有关问题的复函》中说，在相关法规完善之前，暂停受理和审批上市和非上市公司的管理层收购，待有关部门研究提出相关措施后再做决定。2003 年 8 月国资委建制初成，有关上市公司涉及 MBO 的公告又开始增多。2003 年年末及 2004 年年初，国资委《关于规范国有企业改制工作的意见》、《企业国有产权转让管理暂行办法》和证监会《关于规范上市公司实际控制权转移行为有关问题的通知》、《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》相继出台。国资委、证监会对于 MBO 的态度逐步明朗。

其后，一些大中型国有企业、上市公司如美罗药业、安徽水利、海螺集团的管理层收购再次成为大众关注的焦点。但是好景不长，2004 年 8 月，香港中文大学教授郎咸平在复旦大学以《格林柯尔：在“国退民进”的盛宴中狂欢》为题的演讲中，指责格林柯尔公司老板顾维军在管理层收购过程中席卷国家财富，并反映这一手法正在成为国有资产流失的黑洞。这引发了学术界关于管理层收购和国企改革下一步方向的大讨论。作为对以上大讨论的回应，国资委进行了一系列全国范围内的普遍调查和摸底。2005 年 4 月 14 日，国资委、财政部正式公布《企业国有产权向管理层转让暂行规定》(以下简称《暂行规定》)。此份牵动各方神经的管理层收购规范细则规定：大型国有及国有控股企业及所属从事该大型企业主营业务的重要全资或控股企业的国有产权和上市公司的国有股权不向管理层转让；符合条件的地区可以探索中小型国有及国有控股企业的国有产权向管理层

转让，但必须满足一定的融资规定。

国内管理层收购的主要问题和教训

通过对我国上市公司 MBO 问题进行分析研究的诸多结果进行归纳，问题和争议概括起来主要包括 MBO 收购主体合法性问题、定价问题、资金来源问题、信息披露问题和新内部人控制问题。归结这些问题反映的具体内容，主要包括：（1）原《公司法》对一人有限公司的限制问题；（2）对投资者购买流通股比例（5%）限制问题；（3）公司转投资比例（50%）限额问题；（4）职工持股会的法人地位问题；（5）转让价格（国有资产流失和侵害中小股东利益）问题；（6）融资渠道限制问题；（7）信息披露问题：该观点认为上市公司我国 MBO 信息披露不及时，不充分，容易产生内部操纵现象；（8）新的“管理层一股独大”问题：该观点认为管理层获得控股权后，成为第一大股东，集所有权和经营权于一身，容易产生新的内部人控制现象，从国有股一股独大到管理层一股独大，可能并未从根本上改善公司治理。以上诸多观点确实点明了我国 MBO 存在的具体问题，对于深刻理解和规范我国 MBO 实践具有积极借鉴意义。

首先应该说，中国进行 MBO 的出发点和西方有一些不同。

从激励以及智力资本的所有权安排来说，中外的 MBO 基本是一样的。但是，西方 MBO 主要是市场竞争的结果或者私人财产选择的结果，而国内企业的 MBO 主要是中国为了实现其经济转型、明晰产权和国有资本退出的目的。前者更主要是竞争选择的结果，而后者主要是一种制度转型的安排。

另外，西方 MBO 过程中，企业管理层主要出于自我保护或者保护企业的目的，而我国 MBO 过程中，企业管理层主要出于获利的目的。这主要是由于西方市场程度很高，MBO 要么是为了保护自身人力资本价值，抵御外部接管，从而利用 MBO 保护自身利益，或者通过 MBO 实现企业控制权，更好经营企业，避免市场对企业价值的低估；中国 MBO 由于其考虑对管理层历史贡献的补偿问题，所以在收购过程中，存在一定的价差和优惠，进行 MBO 是“有利可图”的事情，同时，由于中国财务信息失真性较高，管理层容易通过操纵财务数据，实现低价买入所有权的目的。所以说，中西方 MBO 过程中，管理层的直接动机不同。

其次是收购主体不分。到目前为止，在我国 MBO 实践中我们还很难分清管理层收购和职工持股计划之间的主体差别，而我们却统称为管理层收购。实际上，在国外这些差别是很显著的，尤其是在优惠政策上差别最为显著。造成这种主体不分的原因主要包括两个方面：一、代表受益面更广的职工持股会，缺乏进行股权投资的法律主体地位，从而使得大面积职工持股变得困难；二、管理层为进行 MBO 成立的壳公司受到公司法 50 股东的上限限制，从而使得想进行职工持股计划的管理层也不得不进行 MBO，而实际上很多公司是通过职工委托持股的方式来压缩股东比例的。这种主体不分的结果，就是两种不同的股权改革方式，受到相同的法律待遇，从而造成那些实际进行员工持股计划的企业，由于获得优惠多一些，便遭到外界对其 MBO 侵占国有资产等各个方面的质疑，进而阻碍改革的进一步顺利进行。

其三是国有资产监管部门与地方政府的利益方向不一致。国有资产监管部门即国资委，作为国有资产管理代表，受全民委托对国有资产进行管理和监督，MBO 作为国有产权交易的一种重要形式，是其重要监管内容。公众（这里包括中小股东、学者、媒体和普通大众）舆论，作为国有产权交易公平性的评论者和质疑者，是交易公平性的主要判断标准。由于国有资产全民所有，所有者虚位，国资委作为代理人，自身缺少监管的激励，但公众舆论对交易公平的质疑将导致其产生声誉损失，而质疑声越大，其损失越大，甚至会导致一些管理人员承担失职责任。

地方政府作为地方经济管理者，更大程度上关心当地企业的成长与发展，企业发展的好，一方面可以增加当地政府的财政收入，另一方面，可以产生更好的经济发展业绩，并解决就业、地方建设等各个方面的社会问题。MBO 作为产权改革、企业改制的重要出路，对于增强企业活力是具有积极意义的。国有资产即使不流失，其交易收入也不全归当地政府支配，所以其是缺少监管动机的。无论是地方政府还是国有股东，他们都愿意通过 MBO 实现自身的利益机制，而只有国资委这样的国有资产监管部门，出于公众舆论压力，不得不出台一系列的法规来禁止或者严格规范我国 MBO 行为，而实际上由于地方上缺少监管动力，所以出现我国 MBO 叫而不停的现象。如果要想地方政府和股权单位能够积极参与到 MBO 监管中来，必须进行利益机制设计，即把企业改制是否造成国有资产流失

作为考查当地政府工作绩效的一个重要方面，从而调动地方配合中央的监管活动，才能真正引导 MBO 走向规范。地方政府与地方企业之间有着密切的利益关系，地方保护主义是这种利益的根本体现，必须通过新的机制设计才能避免这种保护主义造成国有资产流失。

其四是 MBO 并未表现出明显改善上市公司经营绩效的作用。如果从 MBO 对我国企业、特别是上市公司经营绩效的改善来分析，综合诸多研究结果看，管理层收购并未明显改善上市公司的经营绩效，许多公司实施 MBO 有自己的目标利益。特别是在市场机制不完善的情况下，管理者和参与收购的其他机构投资者很可能采取非市场化的手段为自己谋取利益。如果从盈利能力、偿债能力、管理能力和成长能力四方面对管理层收购前后进行对比分析，同时结合未实施管理层收购的公司进行对比分析，我们可以综合诸多学者的研究得到以下结果：总的来说，MBO 后只有在在产管理能力方面有所提高，在盈利能力和偿债能力方面还出现了下降，在成长能力方面没有明显改善。

管理层收购自 90 年代末期在我国出现至今，引发了巨大的理论争议以及包括国资流失、社会分配不公等等现实问题。最终导致 MBO 在 2003 年以后基本进入被政府抑制的状态，这其中的教训和经验是很值得反思的。

① 国企产权改革应始终贯穿民主原则。美国等市场化国家的 MBO 是一种市场推动、市场自发的行为，体现为私有企业所有者和其所雇佣的企业经营者之间的交易。而我国实施的 MBO 与美国的 MBO 有很大的差异。这其中的主要原因在于我国管理层收购涉及大量国有资产，我国的 MBO 是围绕着国有股权开展的。它的实质是对国有资产的一种处置手段。美国私人主体之间的 MBO 行为是一种私人选择过程，即由私人主体各方自主协商、交易，并共同承担决策后果，其适用的是契约原则。而我国国有资产属于全体人民所有的公共财产，涉及公共财产要不要变为私产、以何种方式转变、成为何人的私产，是一个涉及全体社会成员的重大问题，因此需要通过公开讨论、听证、职工代表大会或人民代表大会等机构的审批，以及司法与新闻监督等民主程序来决定。这是一个公共选择问题，适用的是民主原则。因此，我国的国企产权改革过程中应注重相关利益主体各方的参与，将民主程序与原则贯穿改革的始终，使我国 MBO 最终实现规范、透明、公正和公开。

②政府回归“裁判员”角色，健全 MBO 相关立法。政府在目前国有产权转让中既充当“卖方”，又制定相关规则，具有双重角色。这样的制度安排成为多起 MBO 官商勾结，低价买卖国有资产的温床。因此，应建立对各方权力制衡的机制就显得尤为重要。我国的宪政理论和代议制理论，以及国企产权改革应遵循的民主原则为人民代表大会行使国有资产所有权提供了理论依据。因此，在国有股权转让或中小国企出卖时，人民代表大会应依据企业职工代表大会的意见，行使对国有资产的最终处分权，担任“卖方”角色。政府的职责应在于对国有资产的宏观决策，政策指导、帮助，资源配置等方面，担任“裁判员”的角色。这样的制度安排有助于解决政府在处理国有资产问题时的双重角色问题，从而从根源上制止政府的寻租和腐败行为，制止国有资产流失。

对于国有资产在管理、处置、经营方面的问题，政府应该尽快健全 MBO 相关立法，如加紧出台《国有资产法》。对目前 MBO 法律法规尽可能细化，消除法律上的模糊地带，比如：加强上市公司管理层收购活动中信息披露的透明度，包括收购原因、收购价格、收购价格的确定依据、收购资金的来源等问题，使其能依据法律顺利进行，以法律来保护各方的利益。

③摒弃暗箱操作，公开竞价收购。就目前已实施 MBO 的企业中，大部分都不是通过公开竞价方式收购的。要真正解决 MBO 公平合理的定价问题，引入外部投资者，进行公开的竞价收购，不失为一个可行的办法。

管理层收购必须通过市场操作方式，即竞价竞标，这个程序化问题，以及定价机制的确立，都应该充分市场化，这也是减小国有资产流失所必须采取的措施之一。当然，让既得利益者放弃利益不是简单的事，这同样依赖于信息的公开，法制的建设，监管的有效与司法的公正。

④培育经理人市场，形成企业家信誉机制。目前，我国大部分国有企业领导人仍采用政府行政任命的方式。而这种方式不仅不能使资源优化配置，而且容易滋生腐败，对国有企业的发展有着非常不利的影响。合格优秀的经理人资源对于国有企业绩效的提升有着至关重要的作用，因此，培育、建立经理人市场，用市场化的方式使企业家资源合理配置，发挥其最优效用。

企业家信誉的形成，离不开一个有效的经理市场。只有有效的经理市场，才可能产生出合格的管理层去实施 MBO。如果企业的经理永远都是行政指派的，

那么由这个整体质量不高的经理群体来进行 MBO 的话，MBO 有可能会变了味道。而且，有效的经理市场对防止管理层的道德风险有至关重要的作用。

⑤扩展融资渠道，搞活金融市场。当前我国实施 MBO 的融资渠道极为不畅，融资难的问题很突出。相对于其他体制的改革，我国金融体制的改革严重滞后，金融市场很不活跃。政府应该鼓励金融机构进行金融创新，对于一些陈旧过时的政策法规，应给予修正或废除。对于民间的创新，应该加以引导和保护。同时，还要发展机构投资者，加快 MBO 基金的发展。

⑥完善公司治理，加强市场监管，把国有产权交易程序落实到位。企业实施 MBO 后，由于经营者和所有者身份合一，很容易产生新的一股独大、内部人控制的问题。如果没有有效的公司治理结构，中小股东、利益相关者的权益仍可能受到很大的侵害。完善的公司治理，离不开有效的监管。只有对违规的行为进行约束、处罚，公司治理问题才可能得到重视。国有资产交易的监管应当是一个持续的过程，不仅包括国有资产转让方、受让方，也包括中介机构，甚至监管机构本身。哪一个环节出了问题，就追究哪一个环节的责任。国资委各地分支机构应当充分发挥各地的产权交易所、股权托管中心，根据国有资产交易相关规定，制定详细的交易规则，狠抓落实和监管，国有资产流失现象必然会逐步减少，国有资产交易就一定会进入正轨。

小结

MBO 在近二十年内为英美的高速发展做出了杰出贡献，这归功于其完善的市场、法制环境以及参与主体的共同努力。然而，就英美的实践来看，MBO 也不是完美的激励工具，很多失败的案例说明了这一点。MBO 的激励效果建立在良好的法律环境和有效的监管体系上，以及管理层在道德方面能够进行有效的自我约束的前提下。因此，英美等市场化国家 MBO 是在市场环境完善，企业产权明晰，法制、民主监督完备的条件下取得成功的，而在我国尚不完全具备这种条件。片面追求理论上的所有者到位所引起的对 MBO 的推崇，只是助长了败德行为和机会主义，造成了“掌勺者私分大锅饭”之类的国有资产流失以及社会分配不公等问题。

科斯定理说明了产权清晰对于提高企业效率的重要性。我国国企改革仍应坚持产权改革的正确方向，而管理层收购是产权改革的方式之一，并非唯一方式。我们应坚持中央“有进有退、有所为有所不为”的方针，既不能全盘否定国有经济，也不能因碰到一些问题就因噎废食、抵制改革。对于需要民营化改革的国有企业，MBO 是一种可选择的方式，但需在规范下实施；对于需要保留国有经济成分的国有企业，要进一步明晰其产权，明确各个不同权利主体的责、权、利，充分调动其积极性，从而提高企业绩效。

我国的 MBO 与美国的 MBO 并不是一回事。最大的差异表现在推动方式和制度环境上。国外 MBO 是一种市场自发、市场推动的结果，体现为私有企业所有者和其所雇佣的企业经营者之间的交易；而我国 MBO 的发动者为各级政府，体现为政府部门主导，将国有股份转让给政府部门任命的国企现职管理人员，因而带有明显的政府行为的痕迹。另外，相比欧美健全的市场法律体系，我国在 MBO 立法、监管等方面缺乏规范。

实践中，由于制度环境不健全，我国 MBO 存在很多的问题，导致国有资产流失以及相关利益者利益受损。

目前我国的 MBO 实践中，政府具有双重角色—既当国有资产的卖方，又制定买卖规则。这个双重角色定位造成了在多例 MBO 中，政府随意低价买卖国资的行为。

依据我国宪政理论，国有资产所有权归全体人民所有，人民代表大会代表人民行使国家财产的所有权，真正有权处分国有资产。政府的职责在于对国有资产的宏观决策，政策指导、帮助，资源配置等方面。因此政府并没有处分国有资产的充分权力。

我国国企的产权改革应是一个有立法、有监督、有秩序、公正和公开的公共选择过程，应注重相关利益主体的参与，将民主原则贯穿改革的始终。我国要加紧在制度环境上加以规范，建立相应的约束机制，制定相关政策和法律，加强监管，防止在此过程中出现的国有、集体资产流失以及职工、中小股民的利益被侵占的问题，使我国 MBO 最终走向规范、透明、公正和公开。

第六章 国有控股上市公司控制权市场

引言

中国股票市场发展的基本动因之一，是为国有企业建立新的融资约束机制，在产权明晰和多元化的基础上，对国有企业进行深层次的改革和治理机制的重构。目前，国有相对控股和绝对控股的上市公司数分别占沪市上市公司总数的三分之二和二分之一，上市公司中大量国有股权的存在使得公司控制权市场具有一些特殊性。一般而言，私有股权的控制权交易主要考虑剩余索取人的价值增值等因素，因此国外的上市公司常通过控制权转移来提高资产质量或改善公司治理，从而达到提升业绩的目的。与之不同，国有控股上市公司股权高度集中，控股权的直接所有者有中央企业、不同层级的地方政府机构、地方国有企业等，因此几乎不存在敌意“接管市场”，控制权转移的主要形式是与原控股股东协议转让，或在政府控制下的行政划拨。另一方面，国有股权的控制权交易除了要考虑国有资产的保值增值外，还与国家的产权改革、经济控制力、地方政府的财政收入、就业情况甚至领导的政绩以及政府工作人员的私利密切相关。这些形式不同、买卖双方各异的控制权转移将给公司治理带来不同的影响。

国有控股上市公司股权管理体制变革

1. 第一阶段：多头管理阶段

在国有企业改革进程中，国有股权管理体制的改革是一个核心的内容。在上世纪八十年代末，政府已经开始考虑从体制上建立国有资产和国有股权管理的新模式，国务院于1988年成立的国有资产管理局（简称“国资局”）便是一次尝试。但是，政府的这种尝试并未进入到建立一个国有股东权利集中机构的层面，而是力图建立一个相互约束、相互监督的国有资产和国有股权管理体制。因此，在这一思路下，出资人和股东权利被分散给国有资产管理局、财政部、大型企业工作委员会、经贸委、计委、中组部、主管部局等部门。在国资局的实际运作中，

由于与国有资产有关的各个部门都没有放权，如工业企业国有资产的资产权归财政部管，投资权归国家计委管，日常经营归经贸委管，人事权归企业工委管，延续了习惯上被称为“五龙治水”的局面，多个部门都可以对同一个企业发号施令，严重限制了企业自主决策、自我发展的空间。而国资局自身的职能定位也始终没有清晰起来，只能做一些辅助性的工作，如清产核资、研究国资管理政策、探讨国资改革的思路和方案等等，未能发挥国有资产和国有股权主管机构的真正职责。

1998年后，国务院实施机构改革，把国有资产管理局归并到财政部；撤消大型企业工作委员会，成立中共中央企业工作委员会；撤消经贸委的所属局。但所有这些举措，还只是在这些部门内部调整权力，并没有从宏观上真正建立起一个权力集中的国资管理机构。所以，政出多门的情况仍然存在，国家难以真正地履行出资人职能，对国有股权实行有效管理。在此情况下，推动国有资产管理体制改革成为迫在眉睫的选择。

2. 第二阶段：分级管理阶段

国有资产和国有股权管理体制改革的转折出现在2002年11月召开的党的十六大。在十六大上，中央重新提出国有资产管理的问题。而且与以往不同，这次提出的国有资产管理宗旨十分明确，即中央政府与地方政府分别代表国家履行出资人职责，建立专门的管理机构，管人、管事和管资产相结合，权利、职责和义务相统一。明确分级履行国有资产所有权职责的改革思路，有助于解决长期以来在国有资产管理方面的政出多门、效率低下、监管缺位、无人负责等问题，既与建立和完善社会主义市场经济体制的迫切需要相吻合，也符合深化国企改革、实现国有资产保值增值的必然要求。

在众多国有资产分级管理模式中，“三层管理”模式得到广泛的认可。根据该模式，除中央设立国有资产管理部門外，每个省、自治区、直辖市、地级市也要设立国有资产管理部門，县级根据需要设立国有资产管理部門的办公室，作为地级市国有资产管理部門的派出机构。这样，中央级国有资产管理部門只主管很少数的超大型中央企业，很多没有关系到国民经济命脉的中央级企业则下放到地方，由省级国有资产管理部門负责管理，中央不干预地方的决定，但在特殊情况下保留对国有资产的最终处置权。如此安排，有利于充分发挥中央和地方的积极

性，有利于企业明晰产权，形成多元投资主体和规范的法人治理结构。

作为党的十六大提出的国有资产管理体制改革思路的具体化，2003年3月10日，经十届全国人大一次会议第三次会议表决通过，决定设立国务院国有资产监督管理委员会（简称“国资委”）。4月5日，国务院审议确定了国资委的主要职责、内设机构和人员编制，由国务院授权其代表履行出资人职责，监管国有资产，确保国有资产保值增值，进一步搞好国有企业。次日，国务院国有资产监督管理委员会正式挂牌。

国资委成立后的重点工作就是积极构建有序的国资监管体系和推动国企改革的发展。为此，国资委在成立后一年的时间里，在法规健全、制度完善和政策落实等方面实施了一系列的举措。

2003年6月1日，根据中央决定，上市公司国有股转让的审批权划归到国资委，由其在审批、资产定价和进场交易三方面把关，并力争将产权交易都纳入市场进行。

2003年6月4日，国资委公布实施《企业国有资产监督管理暂行条例》，规定国资监管机构决定其所出资企业的国有股权转让，转让全部或转让部分国有股权使国家不再拥有控股地位的，报本级人民政府批准。该《条例》确立了国资委与省、市(地)地方国资机构之间的“分级所有、分级监管”模式，为地方国资机构履行自己的出资人权利提供了法律保障。

2004年1月8日，国资委与财政部联合公布《企业国有产权转让管理暂行办法》，规定企业国有产权转让应该在依法设立的产权交易机构中以拍卖、招投标、协议转让以及法律规定的其他方式公开进行，不受地区、行业、出资或者所属关系的限制。办法要求，转让方应当公开披露有关企业国有产权转让信息，广泛征集受让方。

3. 第三阶段：国有股权资本运营阶段

随着2007年后股权分置改革的顺利推进，一个全流通的开放性资本市场为国有股权管理提供了资本化的平台，国资部门可以借助国有股的减持和对流通股份的增持，加快国有经济战略调整和国有资本有序流动，国有股权管理也由单纯的企业监管向国有资本运营方向转变。

为了规范国有股东转让所持上市公司股份行为，推动国有资源优化配置，防

止国有资产损失，国务院国资委和中国证监会于 2007 年 6 月 30 日联合发布《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》。该办法适用于国有股东将其持有的上市公司股份通过证券交易系统转让、以协议方式转让、无偿划转或间接转让等形式。

该办法规定，国务院国有资产监督管理机构负责国有股东转让上市公司股份的审核工作。具体而言，中央国有及国有控股企业、有关机构、部门、事业单位转让上市公司股份对国民经济关键行业、领域和国有经济布局与结构有重大影响的，由国务院国有资产监督管理机构报国务院批准；地方国有及国有控股企业、有关机构、部门、事业单位转让上市公司股份不再拥有上市公司控股权的，由省级国有资产监督管理机构报省级人民政府批准后报国务院国有资产监督管理机构审核。

在转让价格方面，该办法规定，国有股东转让上市公司股份的价格应根据证券市场上市公司股票的交易价格确定。其中，国有股东采取大宗交易方式转让上市公司股份的，转让价格不得低于该上市公司股票当天交易的加权平均价格；国有股东协议转让上市公司股份的价格应当以上市公司股份转让信息公告日（经批准不须公开股份转让信息的，以股份转让协议签署日为准，下同）前 30 个交易日的每日加权平均价格算术平均值为基础确定，确需折价的，其最低价格不得低于该算术平均值的 90%；国有股东也可以将所持上市公司股份依法无偿划转给政府机构、事业单位、国有独资企业以及国有独资公司持有。

2008 年 10 月 28 日，十一届全国人大常委会第五次会议高票通过了《中华人民共和国企业国有资产法》，该法自 2009 年 5 月 1 日起施行。依据该法，国务院国有资产监督管理机构和地方人民政府按照国务院的规定设立的国有资产监督管理机构，根据本级人民政府的授权，代表本级人民政府对国家出资企业履行出资人职责，从而形成中央、省级、地区级三级出资人代理制度。届时，国有资产转让由履行出资人职责的机构决定。履行出资人职责的机构决定转让全部国有资产的，或者转让部分国有资产致使国家对该企业不再具有控股地位的，应当报请本级人民政府批准。

2009 年 3 月 18 日，财政部发布《金融企业国有资产转让管理办法》（下称《办法》），该《办法》的主要精神是规范金融企业国有股权转让的价格，加强

国有资产交易的监督管理,维护国有资产出资人的合法权益,防止国有资产流失。

《办法》自5月1日起施行。《办法》规定,无论通过协议方式还是大宗交易,对外转让上市金融企业国有股份和金融企业对外转让上市公司国有股份都必须遵照市价执行。转让方采取大宗交易方式转让上市公司股份的,股份转让价格不得低于该上市公司股票当天交易的加权平均价格;当日无成交的,不得低于前1个交易日的加权平均价格。如采取协议转让,则转让价格应当按照上市公司股份转让信息公告日前30个交易日每日加权平均价格的均价或者前1个交易日加权平均价格孰高的原则确定。《办法》还明确,上市金融股权转让达到或者超过上市公司总股本5%的,应当事先将转让方案报财政部门批准后实施。

专栏 6.1

国有资产经营公司组建框架初定

《财经》记者获悉,国资委拟成立国有资产经营公司以加快中央企业整合力度,缩小管理幅度,资金来源主要来自国有资本经营预算。

“(目前的筹备工作仅限于)先搭框架、定方向,得到国务院认可之后才涉及下一步如何操作,诸如如何运作、该公司和国资委的关系、何时推动、纳入哪些企业等细节都尚未确定。”一位接近国资委的人士透露。

国资委副主任李伟曾在今年“两会”期间表示,国资委正筹划组建一家新的资产管理公司以运作和管理中央企业资产。而早在2006年,国资委主任李荣融就在多个公开场合提出争取尽快成立“第三家”国有资产经营公司,协助国资委从事国有经济运营和战略重组。国资委于2005年先后授权国家开发投资公司和中国诚通控股集团有限公司作为国有资产经营公司承担托管职能,集中处置央企的不良资产和辅业资产,作为国资委推进央企产业布局与结构调整的资源配置平台。

按照国资委的思路,国有资产经营公司有两种类型可供选择,一类是前述两家在央企范围内设计的托管性质公司;另一类是持股性质公司,把央企排名80或100家之外的、规模较小、不属于国计民生的央企放入,以缩小国资委管理幅度。此次筹备成立的国有资产经营管理公司即属于后者。

上述接近国资委人士透露,这家公司三年以来迟迟未能成立的原因,一方面是因为资金来源有限。另一方面因“企业都不愿意进入这个资产管理公司,都想自己发展,不愿意上面有人管,难度很大,这是国资改革下一步最大的难点”。

国资委成立五年来,央企已从最初的196家减少到目前的141家,即五年来共减少了55家;其中有六类企业资产需要调整:整体上市后存续企业资产;主辅分离、清产核资剥离出来的资产;破产关闭企业资产;公共职能资产;经营不善的企业、资产规模小、非国家控制且无法进入行业前三名的企业;中央债转股企业。按照国务院关于国有经济布局调整的要求,央企到2010年将会减少到80家至100家。这意味着,国资委要用两年的时间重组至少40家央

企才能达标。

资料来源：财经网，2009年3月26日。

国有控股上市公司控制权转让模式

1. 国有控股上市公司控制权转移的类型

在中国资本市场上，国有控股上市公司控制权转让的类型分为两种：第一种类型是无偿转让，即控制权从一家国有机构转移到另一家国有机构，并且新旧两个控股股东通常都是由同一个部门来负责监管，此时不会发生现金的收付，所以把它称作无偿划转类型的控制权转移；另外一种控制权转移类型则需要买卖双方进行谈判以确定实际的出售价格以及控制权转移中的现金收付，因此可将其统称为有偿转让类型的控制权转移。

具体来说，基于控制权买方的所有制性质，有两种有偿转让类型的控制权转让：一是将控制权有偿转让给国有企业，包括地方国有企业以及中央企业；二是将控制权有偿转让给非国有企业，包括外资、民营企业、管理层和员工等。

另一方面，从国有控制权卖方的身份性质来看，基本上可以分为地方政府和中央企业两种类型。地方政府担负着保证地方财政收入以及就业等多重任务，地方政府机构或国有企业股东虽然也要按照“政企分开”的政策监督上市公司管理层，但由于上市公司高管或相关的政府主管官员有政绩方面的需要，因此作为上市公司股东或高管的角色难免受地方政府其他方面职能的影响。中央企业隶属并接受国有资产监督管理委员会的领导和监督，负责执行国有资产的保值增值以及保持在相关行业国有经济控制力的任务，对上市公司的监督可以说动机较纯，较少受政府其他职能的影响。因此，一旦国有控股上市公司的经营绩效不好而面临股权重组，地方政府控股股东和中央企业控股股东的表现可能不一样，地方政府控股股东可能更积极地寻求能够提高公司经营绩效的买家，并且快速实现经营业绩的提高。

我国各级政府行使着社会经济管理和国有资产所有权双重职能，政府的多重目标，使其无法单一地从经济效率原则出发，来策划或指导国有企业的控股权转让

让行为，还必须在一定程度上兼顾其他目标的要求。当所有者目标和行政目标冲突时，他们就可能以行政目标代替所有者目标而使股东利益受到损害。这表现为三点：（1）在大多数情况下，哪个企业可以进行股权转让，股权转让给谁，都由政府决定。（2）在控股权转让谈判的过程中，往往有政府官员参与，并且通常是具有最终决定权的主角。（3）政府有时会根据自己的偏好对参与股权转让的某一方实行政策倾斜，破坏了市场公平竞争。

以上问题的存在对国有控股权转让产生了如下影响：

第一，在国有股“一股独大”的条件下，政府代表国家行使大股东的职能，具体行使股权的是具有自然人特征的政府官员。这时，政府官员手中拥有的投票权可称为“廉价投票权”，因为他并不是资产的所有者，既不能分享因正确行使投票权所带来的收益，也不必承担因滥用投票权而遭受的损失。正因为如此，国有控制权的买方会想出各种招数来收买“廉价投票权”。投票人一旦被“搞掂”，国有控制权的廉价转让就会随之发生。

第二，在行政目标优先考虑的情况下，政府部门为了实现就业、安定等社会目标，利用所有者的权力在国有企业之间搞“拉郎配”，强行将根本不适合的两者强行搭配。这种不以企业发展的实际需要为出发点的操作方式，具有诸多弊端，抑制了控股权转让功能的发挥。

第三，出于政绩的压力考虑，作为社会管理和地区经济发展的推动者，政府部门显示其政绩的最好手段之一就是扶持和培育地方企业的发展，并通过优势企业的辐射效应，增加就业和税收，带动地方经济的发展。所以政府对于通过控股权转让所形成的大型企业集团有着强烈的渴求，从而往往不顾市场经济规律的要求。

第四，由于分税制的存在，地方政府既是国家利益的代理人，又是局部利益的受益者。因此，地方政府有强烈的动机将其行政边界内的亏损企业当包袱尽快甩掉，因为这些亏损企业的消失可减轻其财政负担。一旦其行政边界内的优势企业通过控股权转让被收购，将意味着地方政府既失去了重要的财政支柱，又损害了官员的政绩。因此，当企业的国有控股权转让涉及到地方利益时，地方政府将进行各种形式的行政干预。

2. “深发展”的外资并购模式

(1) 案例概况

2001年下半年，深圳市政府发出“深发展引进外资股东”的信号，深发展开始和一些外资机构接洽。2002年6月，新桥投资与深圳市政府签订了一份具有法律约束力的出让股权框架协议，双方开始谈判股权转让事宜。

2004年5月29日，深发展召开第五届董事会，双方就股权转让事项达成共识，深发展的四大国有股股东——深圳市投资管理公司、深圳国际信托投资有限公司、深圳市城市建设开发（集团）有限公司和深圳市劳动和社会保障局，拟分别将其各自持有的深发展国有股权合计348,103,305股（占深发展总股份的17.89%）转让给新桥投资，每股转让价格为3.546元，转让价款共计人民币12.35亿元；9月21日，股权转让获中国银监会批复同意；9月24日，双方正式签署了《股权转让协议》；10月16日，国务院国资委批复同意该转让事项。至此，深发展股权转让终于完成了全部行政审批程序。本次转让登记过户手续完成后，新桥投资正式成为深发展的第一大股东，深发展也成为我国第一家外资控股银行。由于此项股权转让是我国首例外资并购上市银行案，因此，将其称为“深发展”模式。

(2) 转让特点

“深发展”的外资并购模式具有以下一些特点：

一是将国有股权转让给外商，但非专业的外资银行。对深发展进行改革，引进外资是一个可行的办法。但是，深发展作为一家商业银行，并没有选择将其国有股权转让给外资银行，而是选择了一家战略金融投资公司。究其原因，主要有：①外资银行若入股中国的银行，目标往往是要把国内的银行变成自己的分行，其违背了深发展引进外资的初衷。②外资银行可能会在亚洲地区转移坏账，从而实现避税目的。③新桥投资有成功收购银行的经验，其合伙人及专业人士大多具有金融背景，且对中国的国情也比较了解，这些都有利于促进股权转让工作的进行。由于存在上述原因，深发展最终决定将其国有股权转让给新桥投资。

二是外商获得控制权，而非参股。此次股权转让，使得美国新桥投资成为深发展的实际控制方，深发展也因此成为中国第一家被外资收购的银行，这与一些外资金融机构参股国内银行业的案例有着本质的区别：一是新桥投资成为深发展的第一大股东，二是新桥投资参与了深发展的经营管理。可见，深发展国有股权

转让案完全打破了目前金融体制改革的条条框框，外资参股的概念在此案中演变为外资对中资银行的实际控制，这在中国银行业的历史上尚属首例。

三是转让价款以现金支付，且在净资产之上有一定的溢价率。此次股权转让中，新桥投资以现金方式一次性支付股权转让价款。同时，深发展国有股权的转让价格为 3.546 元/股，而其在 2004 年第一季度报告中公布的每股净资产是 2.15 元，国有股权转让价格较每股净资产溢价幅度达到 65%。

(3) 影响分析

新桥入主深发展后带来的最大变化是公司治理结构得到极大改善。国有股权转让前的深发展，是深圳市地方政府的一个局级单位。经过十几年的发展，机关作风渐显，机构运转效率逐年下降。国有股权出售后，深圳市政府恢复了裁判员的身份，从本质上把银行作为一个企业来经营。2004 年 12 月 13 日，深发展召开 2004 年第一次临时股东大会，大会选举产生了第一届董事会，并对公司章程进行修订。新一届董事会，由 10 名非独立董事和 5 名独立董事构成。其中，来自新桥投资提名的有 4 名非独立董事和 3 名独立董事。而且，这些成员大多具有相当丰富的银行从业经验。此外，新桥投资还着手对深发展的管理架构、信贷风险管理与控制以及不良资产清收等方面进行改革，并取得显著成效。可见，通过此次股权转让，深发展不但建立了多元化的股权结构，而且建立了明晰的公司治理结构，完善了经营管理机制。

另一方面，深发展的资产质量也在后续经营中获得了提高。2003 年底，深发展的资本充足率只有 6.96%，核心资本充足率只有 3.24%，两项指标均低于《商业银行资本充足率管理办法》中相应规定的 8%和 4%的标准，深发展成为当时五家上市银行中唯一资本不足的银行。新桥投资入主后，将建立健全信贷评估体系作为银行的第一要务，并将发展零售银行业务、中小企业银行业务、消费金融业务等视为突破点，以实现业务平衡，从而提升了银行资产的整体质量。

3. “科龙电器”的民营化模式

(1) 案例概况

2001 年 10 月 29 日、2002 年 3 月 5 日，科龙电器的原第一大股东，广东省顺德市容桂镇政府属下的广东科龙（容声）集团有限公司（以下简称“容声集团”），与民营企业——格林柯尔企业发展有限公司签订了《关于广东科龙电器

股份有限公司的股份转让合同》及《关于广东科龙电器股份有限公司股份转让合同的补充合同》。根据协议，容声集团将其持有的科龙电器 204,775,755 股法人股（占科龙电器全部已发行总股本的 20.64%）转让给格林柯尔，转让价格为每股 1.70 元，合计转让价款为 3.48 亿元。格林柯尔以代容声集团归还其欠科龙电器 3.48 亿元人民币债务的方式，向容声集团支付全部受让价款。

2002 年 4 月 8 日，该等股份过户完毕，格林柯尔成为科龙电器第一大股东，持股比例为 20.64%；容声集团的持股比例则降为 13.42%，成为第二大股东。之后，容声集团陆续通过几次股权转让，完全退出科龙电器，科龙电器实现了“民营化重组”

(2) 转让特点

科龙电器的股权转让具有两个显著特点：

一是将国有股权完全转让给民营企业。2001 年 10 月，顾维军控制的格林柯尔科技控股有限公司在顺德市容桂镇以 12 亿元人民币注册了一家全资子公司——顺德市格林柯尔企业发展公司，作为收购科龙电器的资本运作平台。

二是转让价格大大低于净资产。2001 年 10 月，格林柯尔以每股 1.70 元的价格受让科龙电器 20.64% 的股权，成为第一大股东。可是，2001 年中期，科龙电器的每股净资产为 4.17 元，就是调整后也达到每股 3.93 元。很明显，转让价格较净资产缩水了 56.74%~59.23%。

(3) 影响分析

新科龙电器的“顾氏新政”在开始阶段捷报频传。2002 年公司年报实现净利润 2 亿元；2003 年又奇迹般地处理掉挂在账上三年之久的累计亏损，各项收益指标持续增长。同时，地方政府也是科龙电器民营化重组的大赢家，不但卸掉了这个亏损包袱，而且得到的税收也年年快速上升。据有关资料显示，2001 年科龙电器上交税收 2 个亿，格林柯尔入主后，2002 年上交的税收超过 2 亿。2004 年仅上半年上交的税收就达 1.9 亿。

可惜好景不长，2004 年底，科龙电器便重新亏损，尽管前三季度公司盈利逾 2 亿元，但第四季度非但将前三季度实现的净利润吞噬一空，还留下了 6400 多万元的净亏损。2005 年 5 月，科龙电器因涉嫌违反证券法规，被中国证监会立案侦查；7 月 29 日，顾维军等科龙电器高管人员被公安机关立案侦查并被采

取刑事强制措施。经查，在2002—2004年的三年间，科龙电器通过虚构主营业务收入、少提坏账准备等手段编造虚假财务报告，共虚增利润3.87亿元，并利用关联交易转移资金。这一事件随后引发了国内社会对国有企业改制中“国退民进”以及“国有资产流失”等相关重大问题的热烈争论，在某种程度上影响了国有企业改制的方向和进程。

专栏 6.2

顾维军：国退民进的一段历史

2004年8月10日，香港中文大学授郎咸平在复旦大学以《格林柯尔在“国退民进”的盛宴中狂欢》为题发表演讲，郎咸平认为顾维军在“国退民进”过程中席卷国家财富，并归纳了所谓的“七大板斧”——安营扎寨、乘虚而入、反客为主、投桃报李、洗个大澡、相貌迎人以及借鸡生蛋。

一周后，顾维军在香港以涉嫌诽谤罪起诉郎咸平。因为郎的豪言和顾的强势反击，“郎顾之争”演化为公共事件。国内的经济学家也参与其中，展开了国企产权改革的大讨论，形成了以左大培、杨帆、胡星斗等为代表的新左派和吴敬琏、张维迎、周其仁、张文魁为代表的新自由主义流派。最后甚至演变为脱离学术争论的谩骂。

由国务院发展研究中心企业研究所副所长张文魁执笔、落款为2004年10月的科龙调查报告认定，顾维军收购科龙，是国退民进的重要一步。科龙民营化重组“符合中央精神和中国企业改革大趋势”。此时，因国内主流经济学家和部分带有官方背景的单位的护佑，顾维军似乎是略胜一筹。

但是，2005年7月29日，顾维军出人意料的被立案侦查，其涵义就远远超出了顾个人命运范围。针对顾维军被抓，有人笑称“郎咸平笑了、顾维军傻了、张维迎错了。”

将顾维军置于“放大镜”下进行全面调查后，顾维军原先涉嫌的“八宗罪”最终落于三宗罪，且其所设的三个罪名无非就是企业家常犯的一种“原罪”——虚报注册资本罪，以及上市公司两个常见的罪名——挪用资金罪和违规披露和不披露重要信息罪。应该说，顾维军的判决结果所涉的罪名本身，法律关系并不复杂，单纯从判决结果来看，和国有企业改革并没有多大关联，法院认定的事实也没有认可郎咸平“被收购国有公司的大幅亏损都是顾维军一手制造的”等等说法。从这一点说，顾维军的判决结果并没有证明，在郎顾之争中，郎咸平胜了。

但是，随着顾维军出事，在“国有资产流失”问题上，各方俨然已经达成“共识”。更多的人也开始思考国有资产流失问题上的法律缺位和法律执行问题。而对于郎咸平和顾维军以及国内主流的经济学家所争论的产权改革问题，还有待正在推进的改革作进一步验证。

2008年1月30日，在鼠年即将到来之际，历经三次开庭、两次审理，这场审判终于有了一个初步的结果，顾维军被判定犯有虚报注册资本罪、违规披露和不披露重要信息罪、挪用资金罪。

资料来源：吕冰心，《法人》2008年2月。

4. “美的电器”的管理层收购模式

(1) 案例概况

顺德市美托投资有限公司（以下简称“美托投资”）成立于2000年4月，初始注册资本为1,036.87万元，法定代表人何享健。该公司由美的电器的管理层和工会等22名股东发起设立，其中管理层持股78%，工会持股22%。

2000年4月，美托投资以每股2.95元的价格，协议受让了美的控股所持美的电器法人股3,518.4万股，占美的电器总股本的7.26%。2001年1月，美的电器再次发布公告称，美的控股与美托投资于2000年12月20日签订了《法人股转让协议》。根据协议，美托投资受让美的控股所持美的电器法人股7,243.0331万股，占美的电器总股本14.93%，受让价格为每股3元。股权转让完成后，地方政府退居第三大股东，而美托投资正式成为第一大股东，持股比例上升至22.19%。

通过两次国有股权转让，地方政府最终退出了企业，管理层成为真正的主人。这种模式不仅明晰了美的电器的产权关系，而且有利于完善法人治理结构，真正实现企业所有权与经营权的完整统一，为解决长期困扰国企发展的产权问题提供了一个有效的操作模式。2003年底，美托投资更名为“佛山市美的集团有限公司”；2004年5月，再次更名为“美的集团有限公司”，注册资本金变更为5亿元人民币，对外简称“美的集团”。

(2) 转让特点

一是国有控股权转让给管理层和员工。在“美的模式”中，管理层和工会共同组建了一家新公司——美托投资，作为受让国有股权的主体。然后，美托投资通过分次受让上市公司的股权，成为上市公司的第一大股东。管理层和员工则通过控股美托投资间接持有上市公司股权，完成公司收购。具体表现在：美的电器的管理层通过美托投资间接持有了美的电器17.3% $(78\% \times 22.19\%)$ 的法人股，工会间接持有了美的电器4.88% $(22\% \times 22.19\%)$ 的法人股。而截至2004年6月，美的电器的第二大股东持股比例仅为8.49%，第三大股东持股比例也只有3.09%。因此，虽然表面上股权转让的结果，是美托投资作为一个法人实体成为美的电器

的第一大股东，但实际上美托投资是由管理层和工会控制的，从而明确了股权转让后美的电器的控制人为管理层和员工。

二是支付方式创新。通常情况下，股权受让方需要拿出大量的资金购买目标公司股份。在美的电器的股权转让案中，美托投资两次受让的价格分别为每股 2.95 元和每股 3.00 元，总金额约为 3.21 亿元。美的电器的管理层和员工在支付方式上进行了创新。主要包括：①签署股权转让协议，以现金支付总价款的 10%，作为首期持股费用，获得全部股权；②管理层和员工以所获法人股权向顺德市农村信用合作联社进行质押贷款，融得剩余 90% 的持股费用，支付给转让方；③管理层和员工再用企业以后的利润和现金流，分期偿还这部分贷款。可见，通过这种支付方式，不仅解决了管理层和员工在受让股权过程中自有资金不足的问题，而且通过还款压力更加激励其充分发挥聪明才智，以提高企业的经营业绩。

三是股权转让价格缩水。美托投资通过两次受让美的电器国有股权，实现管理层和员工收购。仔细分析可以发现，股权转让第一次发生于 2000 年 4 月，转让价格为每股 2.95 元；第二次发生于 2000 年 12 月，转让价格为每股 3.00 元。据当时国家有关部门的规定，国有股权的转让价格不得低于每股净资产值，否则就是国有资产流失。但是，当查看美的电器 1999 年和 2000 年的年报时，不难发现，其每股净资产值分别为 3.81 元与 4.07 元。很明显，美托投资的两次股权收购单价都低于美的电器的每股净资产值。

(3) 影响分析

公司治理结构得到改善。长期以来，国有股权“一股独大”和国有出资人不到位，滋生了企业内部人控制的温床。管理层和员工通过协议受让国有股权，一方面使股权结构趋于多元化，解决了国有股权“一股独大”问题；另一方面，管理者和员工成为企业真正的主人，促使其切实关心企业的经营管理与资金使用，并将企业的做大做强作为所有工作的核心。在“美的模式”中，管理层及员工收购的实施，彻底根除了所有者缺位这一“痼疾”，有效解决了企业责任、收益和风险不对称问题，充分兼顾了国家、企业、管理层、员工多方的利益，实现通过利益结构的均衡完善公司治理结构的目的。此外，随着政企的进一步分开，美的电器建立了更加规范的现代企业制度，所有者与经营者利益达到高度一致，企业运行成本大幅降低。

经营业绩大幅提高。实施管理层及员工收购以后，美的电器的销售收入逐年快速增长，2001年，美的电器销售收入达到105.25亿元，成为顺德市第一家销售收入突破百亿元大关的企业，也是国内单一白家电企业中达到这一规模的先行者。而到2008年底，美的电器销售收入已达到453.13亿元，各主导产品在市场上保持了良好的发展态势。

5. “中国船舶”的整体上市模式

(1) 案例概况

2007年1月29日，中国船舶(原沪东重机)发布公告称，将以30元/股的价格向特定对象非公开发行股票不超过4亿股新股，用于收购中国船舶工业集团(下称“中船集团”)、上海电气、宝钢集团等控股或参股的造修船企业资产，包括上海外高桥造船有限公司100%的股权，中船澄西船舶修造有限公司的100%股权，广州中船远航文冲船舶工程有限公司54%的股权。其中，中船集团以资产认购不少于发行总量的59%。中船集团用以认购此次新股的资产，包括上海外高桥造船有限公司66.66%的股权，中船澄西船舶修造有限公司100%股权及广州中船远航文冲船舶工程有限公司54%的股权。

2007年4月18日，沪东重机召开年度股东大会，通过了中船集团部分优质资产注入公司，并定向增发90亿元的一系列方案。2007年8月1日，“沪东重机”正式更名为“中国船舶”，这标志着中船集团民用船舶主业整体上市成功。

(2) 转让特点

一是支付手段的创新。根据整体上市方案，增发4亿股，其中3亿股用资产认购，1亿股用现金认购。这一安排的巧妙在于：一方面既能实现中船集团核心民品业务的整体上市、构建完整的产业链，另一方面又能满足公司业务发展的部分资金需求。

二是国有大股东对中小股东进行了较大幅度的让利。中国船舶整体上市方案中注入的标的股权作价92.61亿元，标的股权对应2006年度净利润合计12.89亿元，2006年末对应的净资产合计为36.99亿元。以此计算，本次收购资产2006年的市盈率为7.18倍，远低于可比公司市盈率的平均数；市净率为2.5倍，略低于可比公司市净率的平均数。表面上看，国有大股东向中小股东让利是国有资产的流失，但正是这种“流失”，一方面使整体上市方案获得股东大会的高票通

过，另一方面使投资者的热情受到鼓舞，公司股价在方案公布后 10 个交易日内上涨 106%，如若考虑整体上市后股价的飙升，那么国有资产事实上在资本市场上获得了数倍的增值。

(3) 影响分析

整体上市前，中船集团持股比例为 53.27%，整体上市后，持股比例上升至 61.06%，控制权得到加强，同时，这一比例低于全部股份的 2/3，在巩固中船集团绝对控股权的同时，保证了公司治理结构的相对有效性。

同时，通过注入优质资产，公司业绩在原有基础上大幅增长。根据 2006 年沪东重机年度财务报告和 2006 年的模拟合并财务报表，交易前后中国船舶的总资产由 33.36 亿元增加到 209.91 亿元；净资产由 12.32 亿元增加到 49.31 亿元；净利润由 2.68 亿元增加到 15.58 亿元，每股收益由 1.02 元增加到 2.35 元。公司整体上市后的良好业绩预期在资本市场上受到了热烈追捧，复牌后短短 10 个交易日，股价便从 37.72 元飙升到最高 77.56 元，涨幅高达 106%。在 A 股整体估值水平上升及公司业绩预期提高等因素刺激下，公司股价更是一度高达 300 元/股，成为 A 股第一高价股。

国有控制权转让对公司治理的影响

1. 理论分析

关于国有产权与私有产权孰优孰劣的问题一直是理论研究和政策争论的焦点所在。Shleifer & Vishny(1997)指出，在国有企业中，企业事实上的控制权是掌握在企业官僚手中，这些官僚拥有绝对集中的控制权，但却不拥有任何有意义的现金流权利，因为在理论上，国有企业现金流的所有权是归属于全体纳税人的。因此，企业官僚们的行为将不以企业本身的利益为基础，他们的经营目标更大程度上是政治性的。

另一方面，在许多新兴市场，由于缺乏有效的财产保护制度和投资者保护机制，私有大股东比国家更有激励和动机滥用其控制权，运用公司资源来获取私利，或者直接通过关联交易转移公司资产和利润、“掏空”上市公司，侵害中小股东的利益，从而产生严重的核心代理问题和道德风险。此时，就公司治理而言，私

有产权并不一定优于国有产权。

从国有控股上市公司控制权转让的角度来看,不同所有制性质的控制权买方对公司治理和经营绩效也具有重要影响。

一般认为,民营买方和外资买方是私有产权性质的,有控制权与索取权相一致的高能激励,在控制权转移后,必将努力降低公司的代理成本,加强监督并改善上市公司的经营管理,提高公司的营业绩效。但是,民营买方获取控制权收益的途径并不只限于公司共有收益,其还可以凭公司的控制权获取私人收益(Private benefits of control),即转移公司的资源。这已为不少关于民营股东掏空上市股东的案例和统计研究所证实。

从近几年的一些案例来观察,有些民营企业在入主国有上市公司后常常通过以下一些途径来掏空上市公司。

一是直接与间接占用。新的民营大股东直接从上市公司拿走各种财产物资,表现在会计上就是上市公司账面上有大量的其他应收款,欠款方当然是控股股东或关联企业。与直接占用稍有区别的是间接占用,比如,为控股股东或其所控制的企业提供担保,而这种担保责任最后往往变成上市公司的真实负债。

二是资产购销的关联交易。上市公司以现金购买新的民营大股东的实物资产,少数也出现过用上市公司的实物资产交换控股股东的实物资产。控股股东也可向上市公司征收明显过高的商标、专利权、特许权、以及其他无形资产的使用费等

三是产品购销的关联交易。新的民营大股东既可以利用产品购销中的非市场定价来侵害上市公司的利益,也可以在上市公司需要利润进行配股增发时,通过价格的调整让上市公司账面利润满足相关的管制要求。

四是高派现。有些上市公司在新的民营大股东入主后就立即高派现,大股东所取得的现金股利,实际上来自小股东的股本投入,这实际上是一种变相的融资分红。

在国有买方的控制权转移交易中,交易的形式有有偿与无偿之分。而无偿交易的控制权转移的最终控制人一般不会发生变更,如地方政府将某家上市公司的股权无偿划拨给另一家国有企业(或政府机构)。发生这种控制权转移的公司在代理成本和公司治理机制质量上可能就不会发生明显的变化,而只是在经营绩效上

有所变化。

对于有偿转让的国有买方而言,虽然同样存在上述种种转移公司资源的途径,但是由于没有直接的经济利益,国有买方的负责人冒这种违犯法律法规的行为风险的可能性相对较小。在市场监管机制和内部制约机制尚不完善的情况下,政府的监督及任免权有助于控制上市公司“关键人”的行为,如果考虑私人收益获取的便利性,控制权转移后,民营买方的上市公司的治理质量可能会低于国有买方。

2. 相关研究结论

关于国有控股上市公司控制权转让对公司治理及绩效的影响,学术界已进行了一系列研究,但并没有获得一致性的结论。

徐莉萍和陈工孟(2005)以 1996—2000 年发生的 262 个控制权转移公司为样本,其研究发现,只有有偿转让给民营企业的上市公司才会表现出盈利能力和经营绩效的提高,此时,所增加的盈利能力主要来自于成本的节约和雇员人数的削减,而上市公司的经营绩效越差,就越有可能被转移给民营企业。他们还发现,控制权的频繁转让对经营绩效的提高是有害的,而 CEO 的变更和行业的转换对经营绩效的改进都有正面的效果。CEO 的变更和行业的转换更有可能发生在控制权转移到民营企业的样本中。

陈昆玉(2006)以 1997—2000 年在 A 股市场发生控制权转移的 207 家国有控股上市公司为样本,以净资产收益率和主营业务总资产收益率扣减行业均值后,作为绩效衡量基准,选择控制权转移前 2 年至后 3 年作为时间窗进行了研究分析。结果发现,在控制权转移后的 3 年或 4 年里,样本公司的经营绩效得到了改善;有偿转让型的控制权转移绩效优于无偿划拨型,部分转移型的控制权转移绩效与全部转移型无显著差异。

潘琰(2007)详细研究了国有控股上市公司控制权转移对经营绩效的影响,结果发现,国有控股上市公司的控制权转移,在一定程度上具有改善经营绩效的作用。因此,现阶段的国有控股上市公司控制权市场,对于解决控股股东代理问题具有一定的作用。此外,国有控股上市公司有偿转让类的控制权转移绩效优于无偿划拨类的控制权转移绩效。这说明在国有控股权的转移中,市场机制对控制权的配置效率比行政干预机制更高。

程才良(2007)以 16 家国有控股上市公司为样本,研究 MBO 对公司绩效的

影响。研究发现，MBO 对经营性现金流产生了积极的正向作用，但对其余财务指标的影响并不显著。作者认为，导致 MBO 对公司绩效影响不显著的主要原因是，资本市场基础性制度缺陷诱使管理层追求“制度性套利空间”的动因强化，MBO 部分收购模式的固有缺陷引发管理层“内部人控制”问题恶化，以及 MBO 制度约束导致管理层行为扭曲。

祝红梅和王勇(2007)对 1997—2002 年间发生控制权转移的 134 家公司进行了研究，结果发现：通过公司控制权市场的运作，相当一部分上市公司的国有股东将控制权让位于民营股东，然而，并购后由民营股东控制的上市公司绩效表现并非如预期的那样优于国有控股的公司，而是相反。

李善民(2008)对 2000—2004 年我国发生控制权转移的国有控股上市公司在控制权转移前后的经营绩效、代理成本进行了实证检验，结果表明：控制权转移后，公司的代理成本水平下降，经营绩效得到提高；卖方为地方的子样本代理成本的下降和经营绩效的改善大于卖方为中央企业的子样本；买方为民营的子样本的代理成本的下降和经营绩效的改善大于买方为国有的子样本；买方为国有的控制权转移经营绩效提高和代理成本下降主要来自最终控制人变更子样本。

综合既有的研究结论可以发现，国有上市公司控制权的转让并不一定会带来公司治理和经营绩效的提高，并且控制权转让给民营股东后的治理水平也并不优于国有控股公司。这说明，在法律环境不健全和财产权利保护机制缺乏的转轨经济中，国家的代理人对国有财产的关注是中性的，而民营企业的所有者对其私有财产是极度关心的，并有激励去侵占中小股东的资产或把公司财产占为己有。可见，在相应法规体系薄弱，股权文化缺乏及股市价格信号失真的既定事实下，私有化和股权高度分散化并不是优化股权结构、改善公司治理的最优选择。解决问题的关键，一是要真正实现国有产权的市场化运作和管理，二是要努力完善法律环境和财产权利保护机制。

小结

本章对国有控股上市公司的控制权转让现象进行了分析，我们发现：国有股权转让的各种模式在起因、特点及成功原因等方面存在着差异，正确认识这些差异，

对于选择恰当的模式来调整我国上市公司现有股权结构，实现国有企业的战略性重组及国家经济的结构性调整，具有非常重要的指导意义。此外，尽管从理论上而言，不同所有制性质的控制权买方对公司治理和经营绩效具有不同影响，但事实上的差别却并不显著。这主要是因为，在法律环境不健全的转型经济条件下，虽然国有控股上市公司中存在严重的代理问题，但私有产权控股的公司中也存在着比较严重的控股股东和外部中小投资者之间的代理矛盾。因此，在法律环境不健全的转型经济条件下，政府拥有一定的所有权是非常重要的，关键是要真正实现国有股权的市场化运作和管理，推动上市公司控制权市场的形成并发挥作用。为此需要：

(1)进一步推进股权结构的多元化。国有控股上市公司控制权市场的建立需要打破各类股份的界限，通过优化上市公司股权结构和降低股权集中度，逐步实现上市公司股权结构的多元化和合理化，削弱大股东对上市公司的超强控制权，形成互相制衡的现代企业产权主体，防止形成新的“一股独大”。在此基础上，市场的流动性、深度和定价效率将会得到极大提高，基于经济主体利益动机的公司控制权市场也会逐渐形成。

(2)继续完善有关国有控制权转让和收购兼并的法规。主要是建立良好的法律和监管环境，监管机构应继续简化审批程序，提高工作效率，大力鼓励市场创新，建立基于充分信息披露基础上的市场化定价机制，让有活力的产业和企业能够通过市场的方式，快速成长。同时，要努力改变国有控股上市公司并购重组市场以绩差公司为中心的局面，走出并购重组以价值转移和再分配为主要方式的死胡同，形成以实质性资产重组为主，以产业整合为特征的国有控股公司战略性并购重组的新格局。

(3)正确定位政府在公司控制权市场中的角色和职能。政府在促进国有控股上市公司控制权转移过程中，应更多地注意自身角色的正确定位以及有效运用市场机制，特别是地方政府应从过去那种既是监管者又是所有者代表的双重角色中解脱出来，以保护广大中小投资者利益作为出发点，强化宏观经济管理职能、社会管理职能和服务职能，努力完善法律环境和财产权利保护机制。

第七章 反收购

引言

反收购,是指目标公司为防止其控制权转移而采取的旨在预防或阻止收购者收购本公司的行为。它是公司在面临被收购特别是敌意收购时为保全自身而采取的一种手段。反收购的核心在于防止公司控制权的转移。

反收购措施的核心目的就是通过采取各种方法使得目标公司变得不再具有吸引力或者迫使收购者为取得目标公司控制权付出极高的成本,从而预防收购行为的发生,或挫败正在发生的收购行为。随着公司收购的大量涌现,根据采取反收购措施的阶段不同,可以分为事先预防措施和事后抵御措施两种类型。事先预防措施是指公司管理层为预防本公司被他人收购,通过事先在公司章程中规定特殊条款等形式采取的反收购措施,如毒丸计划、驱鲨剂、合理的股权结构、金色降落伞等措施。事后抵御措施是在收购行为发生后,公司管理层为挫败收购行为而临时采取的各种反收购措施,包括:诉讼方法、股份回购、发行新股、白衣骑士、帕克曼式防御和焦土政策等。

反收购的手段和方式多种多样,对于反收购行为的判断,也存在着不同的标准,反映了公司法实践和理论的逐渐演进。英国和美国代表了当今世界对目标公司反收购行为法律规制的两种模式。在英国模式下,反收购措施的决策权属于目标公司的股东大会而不是管理层,目标公司的管理层只能采取一些反收购发生之前的预防性措施和为帮助股东进行正确判断提供建议和帮助,体现了严格限制董事会权利与股东至上的理念。而在美国,反收购决策权归目标公司的管理层行使,股东大会无权采取任何反收购措施,目标公司管理层的反收购措施是否合法由美国法院按照商业判断原则来确定。美国的商业判断规则及董事的诚信义务原则与“强管理者、弱股东”的公司模式密切相关,其产生和发挥作用也与美国悠久的判例法传统、发达的司法审判制度密不可分。

反收购的市场环境与法律环境

1. 市场环境

自1993年出现“宝延风波”第一起反收购事件起，我国的资本市场仅发生二十多起反收购案例。反收购之所以在中国的资本市场上鲜见，其根本原因是我国目前并不具备大规模实施恶意收购的环境，其原因可归结为以下几点：

第一，发生敌意收购的前提是上市公司股权的高度分散化以及股权的可自由转让。在我国资本市场，上市公司多数属国有控股，股权集中度高，这使得敌意收购者难以通过二级市场爬行标购或要约收购的方式来收购为数不多的社会公众股并取得公司的控制权。目前，虽然“全流通”改革已基本完成，但“大小非”全部解禁、实现全部股权的真正流动还有待时日。

第二，我国股权结构缺陷还表现在国有股、法人股和社会公众股的持股成本与市场价格较为悬殊，国有股和法人股的转让价格低，流通股的交易价格高。因此对于欲取得上市公司控制权的理性投资者而言，并不会选择高成本的二级市场爬行收购或要约收购，而“钟情”于协议转让国有股和法人股的“善意收购”。

第三，根据我国《公司法》和有关国有资产管理法规的规定，以国有资产为主的公司企业在进行合并、分立和资产重组时必须经过上级国有资产管理部门的批准，这就使得整个过程掺进了行政色彩。由于比较大的兼并案例都涉及跨地域甚至跨行业，不可避免地要触动被并购公司管理者或其政府主管部门的利益，并且可能意味着当地政府对原企业的影响和控制必然要大大减弱。为了私利或狭隘的个体利益、部门利益，相关政府部门有可能采取行政干预等反并购措施，为并购制造障碍，致使跨部门、跨地区、跨所有制的并购难以开展。更重要的是，各种并购最终都必须经过政府有关部门审批方能生效。这样，政府审批实际上成了反并购的最重要的武器。

第四，资本市场融资效率低下，难以担当起支持敌意收购融资的重任。在上市公司收购中，收购方需要大量的资金支持，没有资本市场的融资渠道是很难完成收购的。从我国目前的情况来看，首先，由于上市公司的收购方很多是未上市的公司（借壳上市），因此无法通过公开发行股票等方式融资。其次，在资本市场发达国家收购融资中常见的垃圾债券融资方式在我国基本不可行。我国企业债券的发行，有很大的硬性约束，整个企业债券市场规模很小，流通性很低。并且

我国的《企业债券管理条例》规定，企业发行债券所筹集的资金不得用于股票买卖等与本企业经营无关的风险性投资；最后，在中长期贷款方面，由于银行贷款有严格的利率规定，用于收购融资很明显存在风险和收益不对称的问题。

第五，市场中介发展不成熟。上市公司收购与反收购不能离开投资银行、资产和信用评估机构、律师事务所和会计事务所等中介机构。但迄今为止，国外活跃的上市公司收购市场上的投资银行在我国力量相当薄弱。由于财务顾问费用低廉，与股票发行与承销相比微不足道，收购兼并部门并非券商的主要利润来源，因此大部分证券公司要么没有专设收购兼并这一部门，要么得不到足够重视。

第六，中国上市公司的股票价格普遍有被高估之嫌，市场上现有的价格水平与公司未来盈利前景及公司内在价值脱节。敌意收购出现的重要原因是由于公司目前的实际绩效低于潜在的绩效水平，收购方通过敌意收购获得该公司的控制权后，对该公司的股票估值往往高于收购交易价格。在股价过高的情况下，敌意收购者基于二级市场进行爬行标购（支付价格等于目标公司股票的市场价格）或要约收购（支付价格高于目标公司股票的市场价格）显然风险过大。

2. 法律环境

我国目前没有专门针对上市公司反收购的立法，也没有形成一个清晰的反收购立法体系，有关反收购的立法散见于证券法、公司法和相关部门发布的行政法规中。

(1) 《公司法》中的反收购规定

《公司法》中没有关于上市公司反收购立法的具体条文，本节仅对公司法中对反收购规制有意义的条文进行分析。

《公司法》第5条规定，公司从事经营活动，必须遵守法律、行政法规，遵守社会公德、商业道德，诚实守信，接受政府和社会公众的监督，承担社会责任。这对公司反收购来说具有一定意义。上市公司反收购制度的一个理论基础就是利益相关者理论，该理论关注公司的社会责任，公司法对公司社会责任的确立实际上是将该理论运用到公司法领域中。公司运营不仅仅是为了公司利益、股东利益，也要关注其对社会的责任，对利益相关者的责任。虽然公司法规定的公司社会责任并不明确具体，也没有规定违反社会责任的法律后果，但是这是公司法第一次明确以法律条文的形式将公司的社会责任明确下来，这表明中国公司法在朝着利

益相关者理论的方向靠近，具有一定的反收购意义。

《公司法》第 16 条规定，公司向其他企业投资或者为他人提供担保，按照公司章程的规定由董事会或者股东会、股东大会决议。上市公司通过设定担保可以降低公司价值、增加公司经营风险以减少收购方收购的收益，从而达到反收购的目的。虽然公司法上担保条款的规定只是对公司治理结构的一般规定，没有明确设定担保的目的，但是在客观上董事会可以灵活运用该条款进行反收购。

《公司法》第 122 条规定，上市公司在一年内购买、出售重大资产或者担保金额超过公司资产总额百分之三十的，应当由股东大会作出决议，并经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。公司法将处置公司重大资产的权利限定于股东大会，实际上等于限制了管理层利用处置资产的方式进行反收购的权力。

《公司法》第 143 条规定了公司的股份回购，规定公司在一定条件下可以回购自身股份。股份回购可以减少在发行在外的股份数，提高股价，增加收购成本，提高收购难度，阻碍收购行为。股份回购可以作为公司反收购的手段，拓宽了公司的反收购渠道。但是公司法对股份回购规定了严格的条件，只有在公司减资、合并、采取股权激励措施和异议股东要求出售股份时才可以回购本公司股份，因此，单纯为了反收购的目的而进行股份回购似乎很难行得通。虽然在目前的法律规定下上市公司很难仅以反收购为目的进行股份回购，但完全可以利用公司法允许的回购条件进行股份回购，在客观上起到反收购的效果，比如在公司遭遇收购时通过合并、减资等方式回购股份，以阻碍收购行为。

(2) 《上市公司收购管理办法》中的反收购规定

2002 年中国证监会颁布了《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》和《上市公司收购管理办法》，对上市公司收购进行了规范。2006 年证监会颁布新的《上市公司收购管理办法》。目前我国的反收购立法主要体现在新《上市公司收购管理办法》中。

新《办法》第 32 条规定，被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查，对要约条件进行分析，对股东是否接受要约提出建议，并聘请独立财务顾问提出专业意见。新《办法》第 8 条规定，被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务，应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施，

应当有利于维护公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益。新《办法》第 33 条规定，收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。这表明，我国反收购立法禁止董事会采取某些反收购措施，并要求董事会的反收购措施不得损害公司和股东的利益。

(3) 其他相关规定

《上市公司章程指引(2006 年修订)》第 110 条规定，董事会应当确定对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易的权限，建立严格的审查和决策程序；重大投资项目应当组织有关专家、专业人员进行评审，并报股东大会批准。这表明，董事可以在一定范围内采取对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项等措施。当然，这些措施在公司面临被收购威胁时可以作为反收购措施，为董事会灵活运用。

《上市公司治理准则》规定，上市公司应采取有效措施防止关联人以垄断采购和销售业务渠道等方式干预公司的经营，损害公司利益。关联交易活动应遵循商业原则，关联交易的价格原则上应不偏离市场独立第三方的价格或收费的标准。公司应对关联交易的定价依据予以充分披露。关联交易可以作为一项反收购措施，但运用该项措施时应符合上述条件，此条款实际上增加了公司利用“白衣骑士”等关联交易类的反收购措施的难度。

《上市公司股权激励管理办法(试行)》规定，上市公司可以利用不超过公司股本总额的 10% 的股份进行股权激励。制订和实施股权激励计划可以稳定上市公司现有管理层，从而增大敌意收购者的收购难度，使收购者控制公司的目的最终难以达到。因此，股权激励可以用来作为预防性的反收购措施。

反收购措施在中国证券市场的实践

1. 预防性反收购措施

预防性反收购措施，是目标公司为了降低潜在敌意收购的可能性，在敌意收购发生之前就采取的反收购措施，主要通过在公司章程中设计一些条款使收购方控制公司的收购难度增加，或通过公司财务安排增加收购方的收购成本。

(1) 限制大股东表决权条款和董事资格条款

投票权是股东最高决策权的核心内容，其中选举董事会成员的表决权又是重中之重。因此，实践中限制大股东表决权通常与董事资格条款联系在一起。董事资格条款是指在公司章程中规定公司董事的任职条件，不具备特定条件者不得担任公司董事，具备某些特定条件者也不得进入公司董事会。

我国证券市场出现了比较典型的该类案例，比如爱使股份和新大洲修改公司章程阻碍和防御收购行为。

1998年7月天津大港油田公司等三家关联公司为实施收购，通过二级市场买入而持有爱使股份总股本10.0116%的股份。为提高反收购能力，爱使股份修改了公司章程，增加以下内容：单独或者合并持有公司有表决权股份总数10%（不含投票代理权）以上，持有时间半年以上的股东，方可推派代表进入董事会、监事会。董事会、监事会任期届满需要换届时，新的董事、监事人数不超过董事会、监事会组成人数的1/2。

2006年8月类似的案例再度发生：新大洲发布《关于修改〈新大洲控股股份有限公司章程〉的议案》，该议案包括以下内容：第一，连续18个月以上单独或合并持有公司发行在外有表决权股份总数5%以上的股东，才有资格提名董事；对独董提名的相关连续持股限制条件则降低为1%。第二，股东提名董事和独董，应“提交公司董事会提名委员会进行资格审查”。此外，“由公司经营管理层提出一名非独立董事建议名单”。根据上述两公司章程的新增条款，收购方即使长期高比例持有目标公司的股份，也难以获取对公司的实际控制权。

不过，依新《公司法》，上市公司已不能采取这种明显规避法律的措施。新《公司法》第103条第2款规定：“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东，可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会；董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东，并将该临时提案提交股东大会审议。”依此，只要收购人单独或者合计持有公司3%以上股份，即可向董事会提交增补董事的临时提案，而董事会必须将该临时提案提交股东大会审议。由此可见，在新《公司法》框架

下,通过公司章程对董事、监事产生程序作违反该法规定的限制性规定,已明确违法,从而完全失去其反收购的效果。

(2) 分级分期董事会(Staggered Board of Directors) 条款

分级分期董事会又可称为董事会轮选制,是指公司章程规定董事的更换每年只能改选其中的一定比例(如 1/4 或者 1/3 等)。在实施董事会轮选制情况下,收购者即使收购到了足量的股权,也无法对董事会进行实质性改组,因为董事会的大部分董事还是原来的董事,他们仍掌握着多数表决权,进而控制着公司。

在我国上市公司实践中,新大洲为实施反收购而修订的章程增加了以下内容:董事会每年更换和改选的董事人数最多为董事会总人数的 1/3。这是上述所称的分级分期董事会制度的简单应用。这一措施的意图非常明确,就是保证公司现有实际控制人牢牢掌控话语权,给潜在收购方增加收购难度。

在我国,根据《公司法》第 109 条的规定,股份有限公司董事会成员为 5-19 人,董事任期由公司章程规定,但每届任期不得超过 3 年;董事任期届满,连选可以连任。该规定表明董事任期在 3 年期限内具体由公司章程规定,且公司法并未要求所有董事的任期相同。依此,在公司章程中规定每一位董事的任期不同,并不违反公司法的规定。由此,公司可以实行分期分级董事会制度,以此作为反收购措施。但是,《公司法》第 101 条第(3)项规定,持有公司股份 10%以上的股东请求时,必须在 2 个月内召开临时股东大会,而依第 100 条及第 38 条之规定,股东大会有权选举和更换董事以及修改公司章程。因此,收购人可请求召开临时股东大会,通过股东大会首先修改公司章程中关于分期分级董事会制度的规定,然后再改选董事。这是收购人针对分期分级董事会制度的一项有效的反制方法。

(3) 金色降落伞(Golden Parachute)

金色降落伞(Golden Parachute) 是公司与高级管理层之间的特殊补偿协议,即对公司控制权变更后离职或在职权、工作地点、薪酬方面遭受重大损失的管理层进行一次性补偿支付。

国内已有上市公司对管理层设置了金色降落伞式的保护性安排,如万科(000002)在其首份限制性股票激励计划(草案修订稿)第 39 条中规定:“当公司控制权发生变更时,控制权变更前的半数以上法定高级管理人员在控制权变更之日起的三十日内有权书面要求信托机构将本计划项下信托财产立刻全部归

属。”伊利股份(600887)则在2006年5月的股票期权激励计划(草案)中授予总裁潘刚等33人合计5000万份股票期权,在一般情况下,激励对象首次行权不得超过获授股票期权的25%,剩余获授股票期权可以在首次行权的1年以后、股票期权的有效期内选择分次或一次行权。但当市场中出现收购本公司的行动时,激励对象首次行权比例最高可达到获授期权总数的90%,且剩余期权可在首次行权后3日内行权。伊利股份的上述计划是管理层激励、类“毒丸”计划与“金色降落伞”的结合体。

(4)限制股东权利条款

在公司章程中设置限制股东权利条款,是公司反收购措施中颇具争议的做法。

例如,美的电器在其公司章程第三十八条第四款规定:“任何持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有本公司股份达到本公司已发行股份10%的股东,应在达到10%后3日内向公司披露其持有本公司股份的信息和后续的增持公司股份计划,并向董事局请求召开临时股东大会,由股东大会审议是否同意其增持公司股份计划。相关信息披露不及时、不完整或不真实,或未经股东大会审议批准的,不具有提名公司董事、监事候选人的权利。”

根据该款的规定,任何一个股东持有或控制美的电器10%的股份后,必须向公司披露有关其持股比例的信息及后续增持公司股份的计划,该部分规定是证监会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第15号——上市公司股东持股变动报告书》的明确要求,但后面的规定却颇有争议。《公司法》赋予持有10%以上股权的股东请求召开股东大会的权利,但收购方在取得上市公司10%的股权以后并没有法定义务并且公司也没有权利规定股东必须在什么时候请求召开股东大会。并是否增持某一公司股份是股东的权利,而该种权利是民法基本原则之一——契约自由原则赋予的,是不能够由股东大会来否决的。

专栏 7.1

“大众公用”公司章程里的反并购条款

2008年初,大众公用(600635)在该公司修订的公司章程中,有近十处增设了与反并购有关的条款。

首先是回购条款的设置。在2006年1月1日开始实施的《公司法》中,规定了四种回购类

型。而大众公用在此基础上又加设一种类型，即如果发生“单独或合并持有公司10%以上股份的股东继续收购公司股份的”情况，公司可以立即收购本公司股份并将该收购股份定向转让给特定对象而无须另行取得许可或授权，但公司仍应当履行信息披露义务。由于这项反并购回购条款的触发条件相当低（持股比例达到10%），上市公司管理层可以灵敏地做出反应。更为重要的是，由于回购股份的行为主体是上市公司而非股东，因此，此举不仅可以通过减少外在股份总数从而有效阻击收购方，而且还可以通过大量消耗上市公司资金从而降低公司对收购方的吸引力。如果反并购行动取得预期效果，击退了收购方，则上市公司可以把手中股份转让给第三方。

其次是金色降落伞条款的设置。大众公用章程在有关遣散费的条款中规定，当发生单独或合并持有公司10%以上股东继续收购公司股份并成为实际控制人情况，“若因此导致公司中层以上管理人员（指公司部门经理助理及以上管理人员，包括在公司及控股子公司领取薪酬的本公司董事、监事）主动或被动离职的，该股东应当向离职人员一次性支付额外遣散费用”。该项条款不仅设置了“一次性支付”门槛，而且计算比较苛刻。模拟计算表明每位高管平均可获得954万元的遣散费，整个公司的中层以上管理人员所获得的遣散费总额加起来应该在亿元的规模以上，非常惊人。对于收购方而言，姑且不算收购股权的支出，仅此一项，就会动摇其收购的决心。

再次是绝对多数条款和董事轮换制。在有关特别决议的条款中，在须由出席股东大会股东所持表决权2/3以上通过原则外，还增加“并经单独持有公司20%以上股份股东的一致通过”。在大众公用第一大股东持股比例已超过20%的情况下，此条规定将大大降低对手提案在股东大会获得特别决议通过的可能；而在董事更换的条款中，设置了分期董事制即“每届董事会中除独立董事和职工代表董事以外的其他董事更换比例不得超过董事会中其他董事成员总数的1/5”，该公司目前董事会由9名董事组成，根据此款的规定，新进股东最多只能更换1名董事。

除上述限制性条款设置外，大众公用对股东提案权条款、董事提名权条款、董事长选举和罢免条款、董事会特别决议条款、董事会的控制力条款等，都增加了相对缩小收购方运作空间而同时却相对扩大反并购方运作空间的限制性修订条款。

资料来源：姜海港，《金融时报》，2008年4月7日

2. 反击性反收购措施

反击性的反收购措施是针对已经发起的敌意收购而采取的反收购措施，主要通过降低自身公司的吸引力，或增大对方收购成本等方式达到阻碍收购的目的。当预防性反收购措施没有能够阻止收购方发起敌意收购时，目标公司就需要实施反击性的反收购措施。

(1) 白衣骑士(white knight)

所谓“白衣骑士”，是指遭遇敌意收购的目标公司邀请友好公司对自己进行

收购，从而挫败敌意收购行为或者迫使敌意收购方提高收购价格。

国内类似的案例如称为“全流通并购第一案”的G武商(000501)控制权之争。G武商在面临持股20.24%的第二大股东银泰系收购威胁时，即与庄胜集团董事长周建和多次沟通，希望庄胜集团必要时担当“白衣骑士”的角色进行反收购。

约请友好人士加入争夺本公司控制权的竞争，本身并无违法性可言，由此带来的竞价收购，还能够为目标公司股东创造更为丰厚的利润，故应该获得法律的支持甚至鼓励。重要的是目标公司管理层需要平等对待竞价收购各方，而不能有意对敌意收购方制造障碍、施以歧视。

(2) 白衣护卫(white squire)

“白衣护卫”是一种与“白衣骑士”类似的反收购措施，二者的区别在于“白衣骑士”谋求对目标公司的控制权，而“白衣护卫”则否。

我国市场上已有的典型案例是山东胜利股份有限公司反收购战。胜利股份(000407)原第一大股东胜利集团因涉及经济纠纷，其对胜利股份的持股被依法冻结并分期拍卖。1999年12月10日，广州通百惠服务有限公司(“通百惠”)竞拍取得胜利股份13.77%的股票成为其第一大股东。面临被通百惠收购的危险，胜利股份的管理层利用关联企业山东胜邦企业有限公司(“山东胜邦”)充当“白衣护卫”，先后购得胜利股份的股票并使持股上升至15.34%，超过通百惠成为第一大股东。通百惠不甘落后，于2000年3月中旬再次以竞拍方式取得胜利股份的股票，使其持股跃升至16.67%，与此同时，山东胜邦继续受让胜利股份，持股达到17.35%，仍然保持领先地位。在此后的委托书征集战中，通百惠最终落败，山东胜邦作为“白衣护卫”，成功地挫败了通百惠的收购，保住了胜利股份管理层对公司的控制权。

(3) 交叉持股

所谓交叉持股指的是关联公司或者友好公司之间互相持有对方股份，一旦其中一方遭到敌意收购威胁时，另一方即施以援手。

2004年9月2日，依靠收购兼并而迅速成长起来的广发证券股份有限公司，自身面临中信证券的敌意收购。在收购战中，广发证券的交叉持股方深圳吉富创业投资股份有限公司、吉林敖东(000623)和辽宁成大(600739)三家公司迅速增持并控制了广发证券66.7%的股份，牢牢地占据着绝对控股的地位，成功

地挫败了中信证券的敌意收购。

交叉持股方便易行，而我国新旧公司法均无针对的限制性规定，未来极易成为国内上市公司行“合纵”之计、抵抗敌意收购的预设措施。考虑到交叉持股对公司治理方面的种种消极作用，应当对其进行公司法上的限制。而且如果相互持股成为主要的反收购手段，也应当考虑在证券法上加以限制。

(4) 向监管机构投诉或起诉

该策略的做法是，以收购方触犯国家法律的强制性规定而起诉对方的收购行为。由于上市公司的收购程序必须符合公司法、证券法或收购管理办法等法规的诸如持股量、强制披露与报告等强制性规定。因此，上市公司可以依据新《公司法》、《证券法》、《上市公司收购管理办法》、《劳动合同法》和《反垄断法》等法规，找出敌意收购者在履行强制性义务方面的漏洞，并对其提出诉讼或向监管机构投诉。

我国第一起反收购案例，即宝安集团收购上海延中实业就使用了这一方式。1993年9月30日，宝安集团上海公司第一次正式公告，宝安公司已持有延中普通股5%以上。10月4日，宝安再次公告，宣称宝安已实际持有延中普通股的16%，成为延中的第一大股东，并将继续增持延中股票。随后，宝安集团要求参与延中的管理和决策。此时宝安集团则向延中公司申请召开临时股东大会，延中公司则坚持认为宝安公司15.98%的持股中，除5%以外的股份，其余者是不合规取得的。因此在证监会未裁决之前，不考虑召开临时股东大会。10月22日，中国证监会裁决：宝安购入的延中股票有效，但宝安及其关联企业在买卖延中股票的过程中，存在着信息披露违规行为。为此，中国证监会处罚了宝安公司。至此，延中公司的反收购努力归于失败，虽然最终没有达到反收购目的，但给其他上市公司进行反收购措施提供了很好的经验和教训。

(4) 焦土战术

焦土战术是一种两败俱伤的反并购策略，目标企业可以将企业最有价值的部分最具并购吸引力（如专利、商标、某项业务或某个子公司等）出售或者抵押，从而降低敌意并购者的并购兴趣。

我国企业已经进行了焦土战术的尝试。2001年，联想通过收购“中科健”第一大股东深圳科健集团有限公司的股份来达到控股“中科健”的目的。作为回应，“中科健”在2001年8月30日的公告中称，截至2001年6月30日，公

司共为他人银行贷款提供担保 27 笔，累计折合人民币 67513 万元。2001 年 10 月 12 日，“中科健”第二届董事会第十次会议通过决议，将“中科健”未来手机销售网络未来 10 年使用权以 1.5 亿元价格卖给上海科健信息科技有限公司。

“中科健”最值钱的部分被悄悄的转移。正是这些忍痛割爱的措施，使得联想集团最终放弃了收购中科健的意图。

根据《上市公司收购管理办法》第 33 条的规定，在收购过程中，被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。这一规定实际上否定了“焦土政策”等损害目标公司利益和股东权益的反收购措施。因此，目前上市公司已不能通过章程实施“焦土战术”。

(5) 争取机构投资者、中小股东和员工的支持

上市公司在面临敌意收购尤其是敌意收购人所持有的股权比例与上市公司控股股东的持股比例相差不多的时候，如果上市公司的董事会能够得到机构投资者和广大的社会公众投资者的支持的话，那么目标公司董事会可以通过征集代理投票这一措施获得更多的投票权，这也是能够在一定程度上起到反收购的作用的。

1998 年，当时占金帝建设（600785）股份 20.7%的第二大股东辽宁建设集团以收集其他股东股票委托权的方式战胜了占金帝 26.5%股份的第一大股东上海新绿复兴公司赢得董事会的全部席位，控制了董事会。2001 年北大方正集团反对北京裕兴收购方正集团的案例中，由于北大方正集团入主方正科技两年来，通过资产重组，重新确定公司主营业务，改善管理，提升了公司价值并描绘了美好的前景，赢得了基金管理公司和中小股东的大力支持。虽然北大方正集团与北京裕兴的持股比例差不多，但是北大方正集团在公司董事会成员选举中得到了大多数席位，赢得控制权。

专栏 7.2

广发 VS 中信

2004年9月1日，中信证券召开董事会，通过了拟收购广发证券部分股权的议案。2日，

中信证券发布收购公告。这样一场为期43天、异彩纷呈的收购和反并购大战就此拉开了帷幕。6日，中信证券发布拟收购广发证券部分股权的说明，称收购不会导致广发证券重大调整，不会导致广发证券注册地、法人主体，经营方式及员工队伍的变更与调整。

对此，广发证券果断启动了员工持股计划这个反并购策略：

9月4日，广发证券实施员工持股计划的目标公司深圳吉富创业投资股份有限公司（下称“深圳吉富”）成立。由于广发证券高层一直有实现员工持股的战略意图，并开始运作。因此，吉富公司的募股非常顺利。到2004年8月20日，包括广发证券、广发华福、广发北方、广发基金与广发期货在内五个公司的员工缴纳的募资就近2.5亿元。当中信公布收购广发之后，广发证券实施员工持股计划的目标公司深圳吉富很快就召开了创立大会，并投入运作。

10日，深圳吉富以每股1.16元的价格率先收购云大科技持有的广发证券3.83%股权。15日，深圳吉富按每股1.20元的价格受让梅雁股份所持有的广发证券8.4%的股权，此时，深圳吉富共持有广发证券12.23%股权，成为第四大股东。

面对广发证券的反并购措施，9月16日，中信证券再一次重拳出击，向广发证券全体股东发出要约收购书，以1.25元/股的价格收购广发股权，使出让股东的股权在评估值基础上溢价10%—14%，以达到收购股权51%的目的。

对此，广发证券又依靠以下两个反并购策略来进行有效防御：

(1) 实行交叉持股

9月17日，原广发证券第三大股东吉林敖东受让风华高科所持有2.16%广发证券股权，增持广发证券股权至17.14%，成为其第二大股东。28日，吉林敖东再次公告受让珠江投资所持广发证券10%股权，至此，吉林敖东共持有广发共计27.14%的股权。同日，原广发证券第一大股东辽宁成大公告，受让美达股份所持有的广发证券1.72%的股权，至此辽宁成大共计持有广发证券27.3%的股权，继续保持第一大股东地位。此时，辽宁成大、吉林敖东与深圳吉富共同持有广发证券66.67%的股权，三者构成的利益共同体的绝对控股地位已不可动摇。

另外，广发证券与第一大股东辽宁成大是相互持股关系，在广发证券反并购成功中起到了很重要的作用。辽宁成大2004年初成为广发的第一大股东。而广发证券工会则是辽宁成大的第二大股东，持股16.91%。在中信证券发出收购消息之初，辽宁成大即表示要坚定持有广发的股权，并于9月28日受让美达股份所持有的广发证券1.72%的股权，这种态度给广发证券以很大的信心支持。

(2) 邀请白衣骑士，提高股价和缓解财务危机

在本次反并购行动中，广发证券积极寻找白衣骑士也是反并购能够成功的一个最主要的原因。深圳吉富在收购云大科技与梅雁股份所持有的广发股权之后，很快就面临着资金的短缺。吉林敖东在这次反并购活动中，就扮演了白衣骑士的角色。吉林敖东原本是广发证券的第三大股东，共持有广发证券14.98%的股权，在本次反并购过程中，吉林敖东不断增持广发证券的股权，有力地挫败了中信证券收购行动。

10月14日，因无法达到公开收购要约的条件，中信证券发出解除要约收购说明。至此，历时43天的反并购大战，以广发证券的成功画上了圆满的句号。

值得注意的是，在本次反并购战斗中，由于被收购方没有贸然启用副作用很强的“毒丸”计划和“焦土”战略，有效地防止了两败俱伤的场面。

资料来源：沈晗耀 王辉，《董事会》，2007年9月。

3. 反收购措施在中国证券市场的适用性

从实践中的情况来看，由于国内上市公司的收购活动尚处于发展的初级阶段，并且因为法律的约束，目标公司在进入真正的控制权争夺阶段后可迅速采取的防卫措施有限，故各公司面对潜在的敌意收购风险，多倾向于采取事前的防御措施，而此时现实的收购尚未出现。对于焦土战术等反击性措施，中国证监会2006年7月颁布的《上市公司收购管理办法》第33条进行了若干限制性规定，因此这些措施在国内市场暂时没有用武之地；同一《管理办法》第8条中所谓“不得滥用职权对收购设置不适当的障碍”，所针对者则应当解释为不仅包含已经发动的收购、也包含未来可能发动的收购行为。

汤欣和徐志展(2008)认为，对于目前实践中出现的多种事前防御措施，应当分门别类，给予不同的法律评价。对于章程中的“董事提名权限制”条款，应质疑其合法性；对于“金色降落伞”，宜原则上允许；对于“白衣骑士”及“白衣护卫”，若无对于竞价收购者的歧视行为，也宜给予允许；对于交叉持股、定向回购、定向增发和分期董事会，则宜进行必要限制。对上市公司在章程中采取的不适当的条款设计，根据《上市公司收购管理办法》第80条2款的规定，可以由“中国证监会责令改正”。

反收购行为的特点与存在问题

1. 反收购行为的特点

综合已有的案例，可以发现目前的反收购行为具有以下一些特点：

(1) 反收购受国家法规影响和逐渐受到严格规制

如表1.1所示我国上市公司反收购在1998年以前很少发生，但自从1999年开始变得活跃起来，其主要原因是1999年颁布的《证券法》。敌意收购的数量、方式都有所增加，其中还贯穿着制度创新。国家股和法人股的协议转让变得非常活跃，敌意收购可以绕开目标公司的第一大股东，而与其他国有股或法人股股东

达成股权转让协议，只要取得的股份超过原大股东，就能获得目标公司的控制权，如煤航集团收购百隆股份(1998年)，华闻公司收购燃气股份(2000年)。由于当前运用协议转让有其独特的优点，如股权集中，收集成本低、容易成交等，所以越来越多股权分散的公司成为这种敌意收购方式的目标，并引发了激烈的反收购。采用二级市场收购方式进行的敌意收购不多，但出现了同一家公司反复遭遇收购的现象，如方正科技(其前身为延中实业)、爱使股份等。我国规定了要约收购制度，但实践中尚未出现。我国还出现了竞买被拍卖的股份而引发的收购，以及由于法院司法裁定股权转让而引发的收购。

2002年之后，反收购又开始变得很少。这主要是由于证监会颁布的《上市公司收购管理办法》中在很多方面对反收购进行了限制。《上市公司收购管理办法》第十五条、第二十条、第三十一条、第三十二条、第三十三条、第四十五条、第五十七条对反收购行为进行规范。这些条款将一些常用的反收购措施列为禁止之列，因此反收购案例开始变得鲜见。

(2) 多数反收购为事后反收购, 事前主动防范的不多

我国发生的多数是被动型的事后反收购，事前主动防范的不多，近年遭遇敌意收购的上市公司多数是在收购已经发起后，才进行事后的抵御。最常见的就是原控股股东增持股份，此外还包括引入新的收购者、提起诉讼、进行资产与债务重组(如出售公司的优良资产)，甚至包括一些极端的方式，如2001年新疆屯河集团收购北京中燕后成立了新董事会，但原董事会却以不进行工作交接进行抵抗。有些上市公司还采用暴力方式来阻止收购者，如四砂股份。但是，还是有一些公司意识到被收购的威胁，事先进行了一些防范。最初这样做的是爱使股份，1998年在其章程中设置了反收购条款，规定股东必须持股半年以上才能推派代表进入董事会。由于公司收购中董事会的控制至为关键，此后其他一些股权分散的公司(如广西斯壮、方正科技等)也在章程中设置董事选举方面的规定以反收购，比较常见的是限制董事的更换数量、控制董事候选人的提名方式和程序等。

(3) 董事会采取反收购措施受到严格限制

长期以来，我国相关法律法规对公司董事会是否有权采取反收购措施未作任何规定。在实践中，由于敌意收购发起后要求目标公司迅速做出如何应对的决策，所以由公司董事会采取反收购措施的现象普遍存在，同时股东大会也保留了一定

的反收购权限。2006年证监会发布的《收购办法》第33 条明确规定：“收购人做出提示性公告后，被收购公司董事会除可以继续执行已经订立的合同或者股东大会已经做出的决议外，不得提议：发行股份或者可转换公司债券；回购上市公司股份；修改公司章程；订立可能对公司的资产、负债、权益或者经营成果产生重大影响的合同；处置、购买重大资产，调整公司主要业务。”由于该条款列举的措施可以起到事后反收购的效果，由此表明我国对董事会的反收购行为采取禁止态度，而将反收购的决定权赋予股东大会。在当前没有更多的事前反收购措施可供选择的情况下，目标公司面临敌意收购时将很被动。

表7.1 我国近年来发生的反收购事件

年份	目标公司		目标公司			反收购是否成功
	简称	主要业务	简称	主要业务	收购方式	
1993	延中实业	综合类	深圳宝安	房地产	二级市场收购	否
1996	申华实业	综合类	三新公司	房地产	二级市场收购	是
1998	爱使股份	综合类	大港油田	石油天然气	二级市场收购	否
1998	百隆股份	批发零售	煤航集团	资源遥感	协议收购	否
1999	西藏圣地	旅游业	拉萨啤酒	酒类	协议收购	是
1999	金帝建设	建筑业	上海新绿	房地产	协议收购	是
2000	胜利股份	综合类	广州通百惠	信息咨询	竞买股份	是
2000	中联建设	机械制造	四环生物	医药制造	协议收购	否
2000	爱使股份	石油天然气	明天系	计算机	二级市场收购	否
2000	燃气股份	燃气供应	华闻公司	文化产业	协议收购	否
2000	金马集团	旅游业	清华同方	计算机	协议收购	否
2001	四砂股份	磨具磨料	北京宁馨儿	生物工程	协议收购	是
2001	广西康达	综合类	广西索芙特	化妆品	协议收购	否
2001	济南百货	批发零售	华建电子	计算机	协议收购	否
2001	北京中燕	羽绒制品	新疆屯河	水泥制品	司法裁定	否
2001	方正科技	计算机	北京裕兴	信息家电	二级市场收购	是
2001	方正科技	计算机	上海高清	数字视频	二级市场收购	是
2001	重庆东源	冶金	锦江和盛	综合类	司法裁定	是
2001	中科健	通讯设备	联想集团	家电	协议收购	是
2003	美雅	毛纺	万和	燃气用具	协议转让	是
2004	广发证券	证券	中信证券	证券	二级市场收购	是
2004	哈啤	啤酒	AB 公司	综合	协议收购	否
2005	新浪	互联网	盛大	网络游戏	二级市场收购	是
2005	百大集团	商业零售	银泰集团	综合类	二级市场收购	是

2006	邯钢钢铁	钢铁制造	宝钢集团	钢铁制造	二级市场收购	是
2007	鄂武商	商业零售	银泰集团	综合类	二级市场收购	是
2007	三联集团	家电零售	国美电器	家电零售	协议收购	否
2008	ST东源	房地产	四川奇峰及 四川宏信	房地产	协议收购	是
2008	东方航空	航空运输	中国国航	航空运输	二级市场收购	是
2009	ST兴业	房地产	大洲实业	房地产	二级市场收购	否
2009	深鸿基	房地产	深圳宝安	房地产	二级市场收购	尚未结束

资料来源：根据相关报道整理。

2. 反收购行为存在的问题

(1) 敌意收购方和反收购方行为不合法之处颇多。

由于敌意收购和反收购在我国还是新鲜事物，敌意收购方、反收购方和管理者都缺乏经验。按照国外的经验，上市公司或其股东可根据相关法律向收购方提起诉讼，要求法院或相关机构确认禁止收购或确认收购因违法而无效。但在实践中，目标公司的控股股东为了保住对公司的控制权而滥用权利，具体反收购措施缺乏法律依据。案件的争议焦点一般都集中在公司章程条款的有效性、对董事的提名权、董事的任职资格和选举办法等。还采用了各种中国特色的非常规措施，如联名上访，寻求政府帮助，将收购方的股东与管理层拒之门外等动员一切可以动员的力量，不择手段地狙击收购者。

反收购方的行为同样不符合规范。在雀巢公司收购云南蝶泉的事件中，由于董事长私下将协议内容透露给媒体，从而导致雀巢公司的敌意收购失败。华建电子收购济南百货一案中，济南百货的董事会在遭到华建电子收购时，不经股东大会批准而滥用自己的权力进行阻挠。在联想集团收购中科健的案例中，同样存在这样的问题。在联想考察中科健期间，中科健的法人代表采取了“出差在外”的回避方式。在之后的公告中又称公司为他人银行贷款担保27笔，累计折合人民币67513万元。并在第二届董事会第十次会议中做出将手机销售未来10年的使用权以1.5亿元的价格卖给上海科健信息科技有限公司，从而导致联想集团放弃对中科健的收购。

(2) 反收购立法存在诸多不足

由于我国反收购的立法还处于初级阶段，因而还存在不少问题，这主要包括：以下几个方面：

一是立法态度较为模糊。尽管从法条的字里行间和逻辑关系可以推出我国是

允许目标公司采取反收购措施的，然而这种暧昧的立法形式有悖法律的明确性，影响了法律的透明性，不利于法律的实施。一方面，法律对于反收购到底持何种态度，是禁止、鼓励还是顺其自然；另一方面，法律要追求一种什么样的价值，目标公司在采取反收购措施时应以公司利益为重，还是应以社会公共利益为重？这些都不能从现有法律中得到答案。

二是执法不严且效率低下。收购方的收购行为不合法之处颇多，上市公司或其股东可根据相关法律向收购方提起诉讼，要求法院或相关机构确认禁止收购或确认收购因违法而无效。但在宝延风波中，延中公司指控收购方宝安集团在持股超过5%的情况下拒绝履行法定的披露义务，由证监会介入调查，结果确认了收购者有违法行为，却不裁决收购无效，致使延中的反收购失败。

三是立法形式过于单一。上市公司反收购不仅涉及到公司法、证券法的调整范围，而且还涉及到行业管理、经济仲裁、诉讼等一系列的行为规范。因而，仅在公司法和证券法里规定反收购条款是远远满足不了反收购实践对法律的要求。

四是立法内容过于笼统。目标公司在决定采取反收购措施时应遵循一些什么样的原则？反收购行动的决定权由谁行使，是股东还是公司经营管理者？目标公司到底可以采取那些具体的反收购措施？反收购措施行使的程序如何等？法律都没有明确规定。

小结

受制于股权结构、行政干预及市场发展等方面的制约，中国的控制权市场仍处于起步阶段，所以当务之急不是考虑基于敌意并购和设置主观障碍的反并购，而是要大力鼓励并购市场的发展，去除阻碍我国并购市场发展的各种客观障碍。另一方面，尽管并购活动对我国经济转轨与上市公司股权结构调整具有潜在的积极意义，但是，并购活动也存在着可能的消极影响，反收购措施作为目标公司应对敌意收购的自发产物，能够与非市场力量的外在立法与监管一起抑制收购活动的负面作用，促进良性的、竞价的、公平的收购市场的形成。因此，对于反收购措施，我国立法的态度也不宜完全禁止，而应立足于对反收购行为进行有引导的规制，以达到“抑其之短，扬其所长”的效果。

1. 反收购的立法和监管应遵循四个基本原则

反收购行为的法律规制，其基本宗旨在于保证反收购行为成为维护股东与公司利益的手段，而不被经营管理层滥用成为谋取私利的工具。为了实现反收购行为法律规制的基本宗旨，反收购立法应确立以下几项基本原则：

一是股东利益最大化原则。在上市公司反收购中，管理层与股东的利益有时是矛盾和对立的，管理层采取反收购措施时有可能为了自己在公司的地位和待遇等私利而出卖公司股东的利益。因此，有必要将公司股东利益最大化作为反收购的一项原则，以此提醒公司管理层将公司股东利益作为自己的行动指南。

二是股东平等原则。在公司反收购过程中，小股东由于信息、成本等因素的制约，缺乏议价能力，除了用脚投票，没有更好的防御手段，其利益容易受到侵犯。因此，必须在反收购中明确股东平等原则，切实保护中小股东的利益。

三是限制目标公司董事会权力原则。董事会成员作为目标公司的管理层，负责公司的生产经营和运作，同时，又是收购行为的利益受损者，这种不可调和的利益冲突使各国公司法大多对董事会的权利进行一定限制，防止董事会滥用权利谋取私利。董事会在收购期间的一切行为应严格受到忠实义务和勤勉义务的制约。

四是信息披露充分原则。目标公司的反收购措施应以维护公司股东的利益为目标，而充分的信息披露是达到这一目的的必要也是有效的手段。在反收购的过程中，为了保证股东大会作出正确而有效的决策，管理层必须向股东大会披露与收购和反收购有关的全部信息。

2. 立法上尚需完善公司反收购的基本内容

前已述及，我国《证券法》没有明确规定公司反收购的具体问题。虽然《上市公司收购管理办法》触及了上市公司反收购的相关原则，但其关于反收购的诸多规定也尚待完善。而且，这种规范性文件的效力尚嫌不足，不能涵盖非上市公司中的收购和反收购问题。鉴于此，建议在总结上市公司监管经验的基础上，将反收购的原则和规定吸收到有关行政法规中，并且在条件成熟时由相关法律作出规定。具体而言，这些内容应当涉及反收购不得损害公司利益和股东权益、反收购决定权的归属以及强化目标公司管理层的诚信义务等。

3. 对上市公司反收购的行政监管应当适度

目前，由于有关法律法规对公司反收购均无明确规定，规范上市公司收购和反收购行为的直接依据主要在于部门规章。在此情形下，监管机关对上市公司反收购的监管权限较大。这一情况将会在主管机关推行一系列具有实际强制执行力的规范性文件的过程中得到强化。比如，监管机构面对已发生的上市公司反收购行为，可能明确上市公司不得设立的反收购措施的范围。根据上述理念，在上市公司反收购中，只要公司拟定的章程条款不违反法律法规的强制性规定，不危及第三人的利益，不违反善良风俗原则和股份有限公司的本质，就不应对其实施不当干预。对上市公司反收购行为的监管应当更多地致力于保护投资者尤其是中小投资者的利益，减少甚至避免不当的行政干预。

4. 进一步强化控股股东义务和中小股东的利益保护

中国在一定时期内，不大可能出现高度分散化的股权结构，控股股东仍然主导着上市公司的控制权。由于董事会往往反映着控股股东的意志，名义上是董事会决定实施反收购行为，而实质上却是由其背后的控股股东决定，这将造成控股股东无法受到义务约束的局面。为此，一方面需要强化控股股东的注意义务、忠实义务和谨慎调查义务，即控股股东在行使权力时，不得以损害公司和其他股东利益为前提，同时应当对收购人的主体资格、诚信情况及收购意图进行调查，并在其权益变动报告书中披露有关调查情况；另一方面加强少数股东权利的保护，赋予中小股东更多的权利，如异议股东的股份购买请求权、少数股东股东大会自行召集权、完善中小股东诉讼制度等，使得少数股东的利益在受到控股股东侵害后拥有更多的救济途径。

第八章 控制权市场效率

控制权市场效率的理论分析

Manne (1965) 首次提出公司控制权市场的概念, 并将公司治理机制分为内部控制机制和外部控制机制两种形式, 控制权市场属于公司外部治理机制的一种。目前, 对控制权市场的研究已经成为公司治理研究的重要领域。

并购作为实现企业控制权转移的重要手段, 已经成为企业发展过程中的一项重要经营活动, 其市场效率可以通过考察并购是否实现预期目标来加以检验。由于公司经营活动具有多重目标的特点, 通过对美国商业公司的调查发现, 这些重要的目标大致分为 12 项, 即盈利性、成长性、市场份额、社会责任、雇员福利、产品质量与服务、研究与开发、多样性、效率、财务稳定性、资源保护以及管理开发等, 这 12 项目标反映了并购公司试图达到的一系列不能同时实现的目标。

在企业并购过程中, 政府、高级管理人员和大股东通常处于主动地位, 而其他利益相关者处于被动地位, 但他们对并购的态度会对交易的最终达成起到间接作用。在实践中, 学者们大多采用目标方法研究并购效率, 并以股东和政府为研究核心。对政府而言, 其监管目标是维持一个良好的竞争环境, 提高社会效率及社会的稳定, 因此, 政府评价一项并购交易是否有效率通常就会从这三个方面进行衡量。而股东的标准则是其自身财富是否增加, 但由于企业经营目标的多元化, 因此, 如果仅从股东财富是否增加角度评判并购效率, 则无法全面反映并购效率, 甚至有时与管理者本意相悖, 这种论断也与现实中的调查结果相符。David Hussey (2000) 对 1996~1998 年间最大的 700 个跨地区并购交易中的 107 个公司进行调查, 对比研究每个公司交易时的股票价格与一年后的股价, 结果发现, 仅 17% 的交易提高了股东的价值, 30% 没有变化, 53% 的价值下降, 而在调查时, 82% 的公司管理者认为并购已经达到预期目标, 由此可见, 管理者对并购结果的评判与股东价值是不相关的或是相关性较弱。

1. 并购对股东收益的影响

股票价格能够充分反映公司的管理效率（Manne, 1965）。当股票价格因为管理效率低下而不断下跌时，股价下跌又会损害股东收益。当外部人发现对公司进行高效率管理可以提高公司股价，从而获得资本增值，就会发动旨在争夺控制权的并购活动，通过并购实现控制权转移后，更换公司的管理层以提高管理效率。当引入高效率的新管理层后，公司的股票价格会得到大幅度提升，股东因此而获得资本增值收益。

同时，控制权市场又提供了竞争性管理团队争夺公司资源的机制（Jensen & Ruback, 1983）。管理团队之间对企业管理权的竞争限制了管理者对股东财富最大化的偏离，并且提供了一种规模经济或重组公司资源的管理和控制的协同效应。控制权市场的存在弱化了代理问题，使得管理层不能为所欲为，而是按最大化股东的利益行事，因此，并购活动是一种约束经理层行为的有效机制，有助于公司绩效的改善，从而有利于提高股东利益。

根据金融学理论，管理者的决策应以提高股东收益为目标，因此，企业在采取并购战略时，其并购效率取决于股东所持股份的价值变化。具体的评价方法通常分为二种，一种是评价预期市场的反应；另一种是事后分析公司的经营业绩。

评价预期市场反应是考察并购公司和被并购公司（目标公司）两者普通股票市场价格在并购消息公布后的最初反应。通常用超额收益率计量股东财产变化的情况，即用收购公告宣布那段时期收购公司和目标公司双方股东的收益同不受并购事件影响的那段时期正常收益率进行比较。

表 8.1 英国企业并购期超额收益

研究者	研究期间	目标公司数	目标公司超额收益(%)	并购公司超额收益(%)
费雪	1969~1975	486	28	-6.3
富兰克斯、哈里斯	1955~1985	1145	22	0
利马克	1977~1986	462	31	-0.2
萨德沙纳姆等	1980~1989	171	21	-2.0

资料来源：萨德沙纳姆，《兼并与收购》，中信出版社，1998。

从表 8.1 与表 8.2 中可知，目标公司的股东是并购交易绝对的受益者，而对并购公司而言，从英国企业并购的数据分析结果中可知，并购公司最理想的目标是在合并中争取中性收益。但市场的最初反应也许存在差错，因此，要全面评价并购的最终效果，还必须进行事后分析。

表 8.2 美国企业并购期超额收益

研究者	目标公司数	目标公司超额收益(%)	并购公司超额收益(%)
詹森、卢巴卡	13	20	0
古拉尔、普尔森	526	29	1

进行事后分析一般需要对合并企业进行 3 年以上的考察，麦肯锡公司的企业领导中心研究了 116 项收购计划，并且比较了市场的预期反应和事件判断之间的关系。在其得到的能够判断的 16 种结果中，有 10 种结果表明市场都是对的，有 5 种结果表明最初根据市场反应认为是成功的，可事实证明只有其中一种是成功的，由此说明，并购成败需要从较长时间段进行考察。

2. 并购对经理层的影响

并购是企业实现快速成长的一个有效途径，成长性对于吸引优秀管理人员和保持管理人员素质显得至关重要。

一般而言，企业并购会给并购方的经理人员带来更多机遇。由于并购使得企业的规模得到显著扩大，企业可能会因此而变得更加趋于官僚化结构，从而使得并购企业的经理人有了更多提升和发展的机会，特别是当目标企业是一个相对较弱的企业时，并购方的经理人平均发展空间更会显著大于目标企业的经理人，因此，并购往往可以使他们的工作变得更加稳定，而且使他们能更大限度地发挥自己的潜能，从而能获得更高的报酬。费斯（1991）提供了经理层的报酬与公司规模成正相关的证据，通过对 1974~1980 年 171 个英国企业收购案例的研究，发现受到股市追捧的并购导致管理层报酬显著增加，而对于目标企业的经理层而言，风险则远大于机遇。

Franks & Mayers（1994）的研究发现，英国企业敌意收购后高级管理层的变动率高于友好收购和未被收购的公司，根据英国 34 个友好收购案例和 31 个敌意

收购案例，估计 90%的目标公司执行董事或非执行董事在敌意收购后提出辞职，而在友好收购中这一比例仅为 50%，这两种并购的人事变动率显著高于 10 个未被收购的公司。

当然，并购对于并购方经理也存在较大风险，并购的失败可能会使其付出重大的代价，从表 8.3 中可以发现，这些公司因并购失败而导致破产接管，或强制分拆，或再次被并购、重组等，经理层因此失去了公司的权力与地位。

表 8.3 并购失败的结局

并购公司	Coloroll	Parkfield	Ferranti	Midsummer Leisure	Parkway	WPP
结局	破产接管	政府接管	被强制分拆	被敌意收购	被收购	财务重组

资料来源：萨德沙纳姆，《兼并与收购》，中信出版社，1998。

Walsh (1998) 考察了 1975~1979 年间美国 55 个收购案例中高级管理层的变动情况并与 33 个未被并购公司的对照样本进行比较，研究发现，收购后的 5 年中，目标企业 59%的高级管理层被撤职，而对照样本的变动率只有 33%；第一年的变动最为显著，分别为 25%和 6%，且从并购类型（横向、纵向或混合）和并购双方规模上的差异均不能解释这种高层的变动率。Walsh & Ellwood (1991) 扩展了上述研究成果，考察了目标企业并购前业绩与并购后高级管理人员变动之间的关系，根据 59 个目标企业与 75 个未并购公司的对比分析，发现目标企业的人员变动率为 61%，而对比公司仅为 34%，并且，收购后的变动与通过累积超额收益计量的目标企业在并购前的业绩之间没有关系，这一结果与高级管理人员的变动缘于公司经营业绩较差而受到惩罚的假设并不一致。但 Martin & McConnell (1991) 提供了高层管理人员变动率与并购前业绩相关的证据，他们提出，如果在收购后 2 年内目标公司中发生了高级管理人员变动，就将并购归于具有惩罚性质，根据惩罚性（目标公司业绩差）和非惩罚性（目标公司业绩好）这两种并购中的累积超常收益，考察了目标公司并购前 5 年的业绩，其结果均表明并购后高管人员变动率增加，在并购后的 14 个月内，高层经营的变动率为 42%，而并购前 5 年的平均变动率仅为 10%，同时，在并购前期，具有高变动率的目标公司在行业中业绩欠佳。而且，根据美国和英国的实证数据，并购确实导致大批

高级管理人员丧失职位，特别是并购后的第一年或第二年。

3. 并购对雇员的影响

并购交易对于目标公司的雇员不仅意味着雇佣标准、工资、其他福利待遇及个人权益等多方面的变化，而且可能还意味着失去工作。美国管理协会对 109 个并购案例的调查显示，多于 75% 的公司发生了政策上的混乱，50% 的薪资等级、福利水平发生了变化，超过 30% 的公司员工数量明显减少，这种情形在追求降低运营成本和提高生产效率的并购交易中是不可避免的。特别是在横向并购中，企业在合并相关部门时，为消除经营上的重复组织，会削减掉很多冗余人员。因此，每项大的并购似乎都不可避免地伴随着大量的雇员裁减。

Birch (1996) 对 1992 至 1995 年实施并购公司的雇员人数变动进行研究，研究发现，24% 并购公司雇员人数显著下降，36% 并购公司雇员人数显著增加，40% 并购公司雇员人数没有显著变化（即雇员人数变化没有超过 10% 的情形）。而同期没有实施并购的公司中，9% 公司雇员人数减少，10% 公司雇员人数增加，即在并购结束后的 3 年中，有 40% 公司的雇员人数保持稳定，而未发生并购的公司中，有 80% 的公司雇员人数处于稳定状态。

4. 并购对社会经济的影响

并购交易是企业发展过程中的重要战略选择，并购能从多方面改善企业的效率。尽管企业并购的风险较大，但并购为企业发展提供了更大的发展空间，对整个经济具有不可忽视的影响。世界各国经历的每次大的并购重组浪潮都在一定程度上推动了本国经济的发展，促进了现代化的工业结构和产业结构的形成。从企业并购的历史来看，每次大的并购浪潮背后，都有着极其特殊的技术和经济背景。以美国为例，第一次并购浪潮中，交通运输和通讯设备的运用以及技术创新带来的大规模生产和分配体制的形成，使生产成本和价格急剧下跌。1903 年的经济衰退使社会需求大幅度下降，过剩生产能力成为市场供求关系中的突出矛盾，企业界试图通过行业协会和卡特尔等组织来维持其生产能力和利润，同时减少过剩的生产能力，但都未能取得预期效果，只有当美国实业家投身到企业并购狂潮中时，这一问题才从根本上得到解决。通过企业的联合、重组，被兼并企业得到重新配置，1895 至 1904 后期间，1800 多家企业被兼并或合并为 157 家企业，从而

极大地提高了资源配置效率。

20 世纪 80 年代，杠杆收购、敌意并购引起了很多不满。但是，没有 80 年代经济资源的重组，就不可能产生美国 90 年代经济的繁荣，1976~1990 年期间，共发生了 3500 起并购交易，交易价值达到 26000 亿美元（以 1992 年美元计算）。80 年代的并购与第一次并购浪潮中的某些特征相似，成功地实现了将资本从衰退产业中转移到有活力的产业中去，并且杠杆收购和敌意并购所带来的控制权改变，在一定程度上阻止了管理层将资金再投入到已经成熟、收益较低以及产能过剩的企业中，避免太多的资源浪费，这一阶段的并购重组活动主要集中于石油、烟草、轮胎、食品加工、零售、出版、广播、林产品、商用化学制品和金融服务业等行业。

目前，企业跨国并购活动日益增加，规模与范围不断扩大，这对各国经济和世界经济产生了显著影响。对发展中国家而言，跨国公司对国内企业的并购可以使国内企业获得必要的资金、技术，加快国内经济与世界经济接轨，加快产品、服务打入国际市场的步伐。对于发达国家而言，跨国并购能够使国内过剩的生产能力、资金得到有效的转移，获得更大的市场，巩固自己在国际经济中的地位。

控制权市场效率的经验证据

控制权转移市场旨在减少管理者偏离利润最大化目标的风险，并保证公司资源得到有效配置。Manne（1965）认为，公司管理者的效率和股票的市场价格正相关。无能的管理者不能最大化公司的股价，股价也就无法反映公司的实际发展潜力，这就为收购公司创造了“控制机会”，即获取公司控制权和任命新管理者，同时，这也为收购公司带来资本收益的机会。

1. 基于股价反应的控制权市场效率

（1）文献回顾

根据西方学者的相关研究结果，基于控制权转移的公司并购行为通常可以增加企业的价值，优化社会资源的配置。在分析公司并购效应即控制权市场效率方面，学者们通常采用两种方法，一种是基于股价反应的收益评估；另一种是基于经营业绩的收益评估。Jensen & Ruback（1983）在总结 13 篇经典文献研究结论

的基础上研究发现，在公告期内，对于成功的并购事件，采用兼并方式时目标公司股东获得 20% 的超额收益，而收购公司股东则无法获得显著的超额报酬；采用接管方式时目标公司股东获得 30% 的超额收益，而收购公司股东仅获得 4% 的超额报酬。

1985 年，美国总统经济顾问委员会在总结大批此类研究成果的基础上，发现并购提高了效率，改善了资源配置，有效促进了公司管理。Jerrell & Brickley & Netter (1988) 研究了 1962~1985 年发生的 663 起案例后发现，目标公司股东的收益率在 60 年代为 19%，在 70 年代为 35%，在 80 年代为 30%。Schwert (1996) 对 1975~1991 年间 1814 个并购事件进行研究，发现并购活动给目标公司股东带来的累积平均异常收益高达 35%。Bhagat & Hirshleifer & Noah (2001) 分析了 1962~1997 年在美国 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 证券市场发生的 794 起案例，发现目标公司和收购公司在并购事件发生前 5 天及后 5 天的累积超额收益分别为 29.3% 和 0.65%。

但是，也有学者发现，目标公司的股东会得到超额收益，而收购公司的股东则不然。在英国，Franks&Harris (1989) 研究了 1955 年到 1985 年期间的 1800 起案例后发现，目标公司股东平均获得了 25% 的收益，而收购公司的股东则几乎没有得到收益。在亚洲，Pettway&Yamada (1986) 证实了在日本的股权收购中，目标公司的股东获得了明显的收益而收购公司的股东则没有。Agrawal & Jaffe (2001) 在研究美国 937 起兼并交易和 227 起要约收购交易后，发现收购企业的股东在兼并完成后的 5 年时间内损失了 10% 的财富。Bruner (2002) 对 1971~2001 年间 130 篇经典研究文献全面汇总分析后发现，成熟市场并购重组的目标公司股东收益远高于收购公司股东收益。

在国内，陈信元、张田余 (1999) 较早地利用股价反应研究控制权市场效率，他们利用 1999 年上海股票市场的并购活动分析重组活动对公司价值的影响，研究发现股权转让、资产剥离和资产置换类公司的股价在公告前后呈现先升后降态势，而市场对兼并收购类的公司重组则没有显著反应。

张新 (2003) 利用事件研究法比较系统全面地探讨了 1993~2002 年中国上市公司的并购效果，发现并购重组为目标公司创造了价值，目标公司的股票溢价高达 29.05%，对收购公司股东却产生了负面影响，收购公司的股票溢价为 -16.76%。

但是，也有学者得到相反的研究结论。李善民、陈玉罡（2002）对 1999~2000 年中国证券市场并购事件中的收购公司与目标公司股价进行研究，发现并购能给显著增加收购公司的股东财富，而对目标公司股东财富的影响不显著。

（2）样本特征

此处将控制权转移的并购活动分为股权转让与吸收合并两大类，根据 WIND 资讯数据库提供的原始素材，此处收集整理出 2000~2004 年间中国 A 股上市公司的股权转让与吸收合并型的并购事件¹⁵。股权转让中的上市公司为目标公司，即上市公司因协议转让或行政无偿划转方式引致公司第一大股东或控股股东发生变更，上市公司因此成为被收购公司；吸收合并中的上市公司为收购公司，即上市公司吸收合并非上市公司，上市公司因此成为主并购公司。

股权转让型并购事件筛选标准如下：

第一，在股权转让后的三个会计年度内，目标公司的控股股东没有发生过变更；

第二，在股权转让前后各三个会计年度内，目标公司均存在完整的财务数据记录。

同样，吸收合并型并购事件筛选标准如下：

第一，在吸收合并后的三个会计年度内，收购公司没有发生过并购重组活动；

第二，在吸收合并前后各三个会计年度内，收购公司均存在完整的财务数据记录。

表 8.4 中列示了 2000~2004 年间沪深 A 股市场股权转让型并购的目标公司概况，合计共有 91 例股权转让型并购，其中无偿划转方式有 20 例，协议转让方式有 71 例；转让后控股股东为国有企业的有 52 例，控股股东为集体企业、自然人及外资企业的各有 1 例，控股股东为民营企业的有 36 例。

表 8.4 目标公司（股权转让型）概况

类型		2000	2001	2002	2003	2004	合计
转让方式	无偿划转	2	11	5	1	1	20
	协议转让	15	15	16	16	9	71
转让后控股	国有企业	12	20	9	4	7	52

¹⁵ 此处将研究期间最晚定为 2004 年，主要是由于利用并购事件发生前后各三年会计年度的数据分析并购活动对公司经营业绩的影响，由于 2008 年年报数据尚未完全披露出来，因此，研究期间最晚定在 2004 年。

股东性质	集体企业	1	0	0	0	0	1
	民营企业	4	6	12	12	2	36
	自然人	0	0	0	0	1	1
	外资企业	0	0	0	1	0	1
样本总数		17	26	21	17	10	91

表 8.5 中列示了 2000~2004 年间沪深 A 股市场吸收合并型并购的收购公司概况，合计共有 139 例吸收合并型并购，其中通过关联交易方式进行并购的有 69 例，通过非关联交易方式进行并购的有 70 例，两种交易方式的并购事件数量相当。

表 8.5 收购公司（吸收合并型）概况

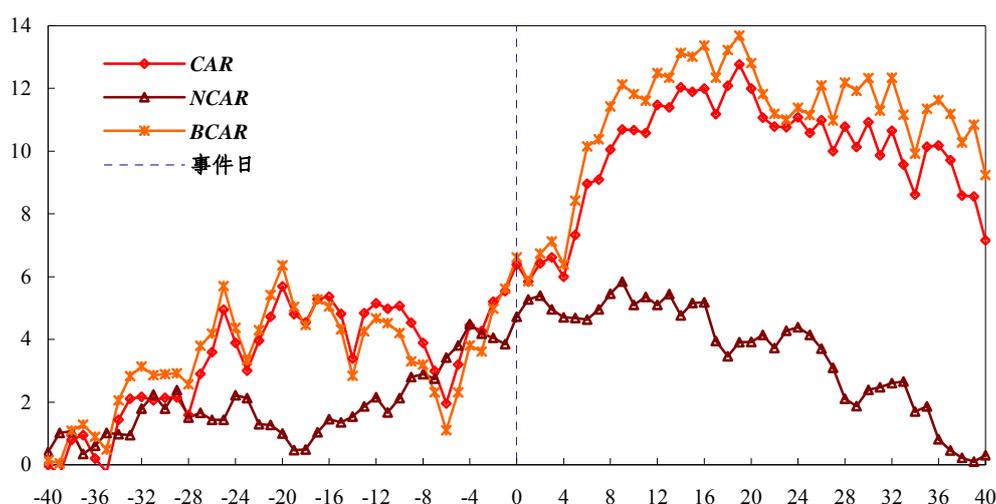
交易类型	2000	2001	2002	2003	2004	合计
关联交易型	4	6	15	5	39	69
非关联交易型	9	14	10	10	27	70
样本总数	13	20	25	15	66	139

(3) 研究结果

此处通过事件研究法分析并购公司（股权转让型并购的目标公司与吸收合并型并购的收购公司）的股价反应，检验控制权市场的效率。具体方法为：分年度考察从并购信息披露前 40 个交易日到披露后 40 个交易日（-40，40）内所有样本股票的累积平均异常收益率序列，即将并购信息披露的公告日定义为时间 0，如果公告日为非交易日，则以随后的第一个交易日为时间 0，利用市场调整法测算出并购信息披露前后 40 个交易日的累积平均异常收益率。

图 8.1 是 2000 至 2004 年股权转让型并购的公司股价反应，其中，CAR 表示所有股权转让型并购公司的累积平均异常收益率，NCAR 表示以无偿划转方式进行股权转让的目标公司累积平均异常收益率，BCAR 表示以协议转让方式进行股权转让的目标公司累积平均异常收益率。总体而言，在公告并购消息前后 40 交易日内，目标公司的累积平均异常收益率均显著为正，表明股权转让型并购活动给股东带来了价值，基于股价反应的研究结果，股权转让型并购活动的效率相对较高。而且，以协议转让方式转让股权的目标公司累积平均异常收益显著高于以无偿划转方式转让股权的目标公司，表明协议转让方式的股权转让效率要显著高于无偿划转式的股权转让，投资者比较认同协议转让方式的股权转让，对政府以行政方式干预上市公司、采取“拉郎配”式并购活动的行为并不认同。

图 8.1 目标公司（股权转让型）股价反应



注：累积平均异常收益率的数量级为%，以下同。

从图 8.1 中还可以发现，在事件日前，目标公司的累积平均异常收益率已经呈现大幅上升态势，表明在并购信息公布前，目标公司的股价已经提前出现异动。从表 8.6 中也可以发现，无论是无偿转让方式的股权转让还是协议转让方式的股权转让，公告效应的统计值都相对较小，而内幕交易效应的统计值都显著大于 40%，表明在股权转让型并购活动中，存在较为显著的内幕交易特征（Keown & Pinkerton, 1981）。

表 8.6 目标公司（股权转让型）CAR 统计结果

次序	指标	样本总体	按转让方式划分	
			无偿转让公司	协议转让公司
1	CAR 最高值	12.76% (19)	5.85% (15)	13.68% (19)
2	CAR (-40,-1)	5.54%	3.85%	5.62%
3	CAR (0,1)	0.31%	1.43%	0.24%
4	CAR (-40,1)	5.85%	5.27%	5.85%
公告效应 ¹⁶ (3/4)		5.30%	27.13%	4.10%
内幕交易效应 ¹⁷ (2/1)		43.42%	65.81%	41.08%

¹⁶ 公告效应是用并购信息披露日至披露日后 1 天的累积平均异常收益率与事件窗口期左端点到披露日后 1 天的累积平均异常收益率之比反映，即 $CAR(0,1) / CAR(-40,1)$ 。如果该比例较高，则表明 $CAR(-40,1)$ 中的大部分是由信息披露产生的，信息的提前泄露较少；如果该比例较低，则表明信息对价格的影响较小，信息在公开披露前就已经被市场获悉。

¹⁷ 内幕交易效应是用并购信息披露日之前累积平均异常收益率与窗口期内累积平均异常收益率最高值之比反映，即 $CAR(-40,-1) / \text{MAX}(CAR)$ 。该指标测度股价波动的总幅度

注：CAR 最高值后面括号内的数字表示最高值在窗口期中出现的时间点。

图 8.2 是 2000 至 2004 年吸收合并型并购的公司股价反应，其中，CAR 表示所有吸收合并型并购公司的累积平均异常收益率，NCAR 表示以非关联交易方式进行吸收合并的收购公司累积平均异常收益率，RCAR 表示以关联交易方式进行吸收合并的收购公司累积平均异常收益率。总体而言，在公告并购消息前后 40 交易日内，收购公司的累积平均异常收益率均显著为正，表明吸收合并型并购活动给股东带来了价值，基于股价反应的研究结果，吸收合并型并购活动的效率相对较高。而且，以非关联交易方式吸收合并的收购公司累积平均异常收益显著高于以关联交易方式吸收合并的收购公司，关联交易方式吸收合并的收购公司累积平均异常收益率呈下降趋势，并最终显著小于 0，表明非关联交易方式吸收合并的效率要显著高于关联交易方式的吸收合并，投资者比较认同非关联交易方式的吸收合并，而对上市公司通过关联交易方式收购非上市公司的行为并不认同。

图 8.2 收购公司（吸收合并型）股价反应

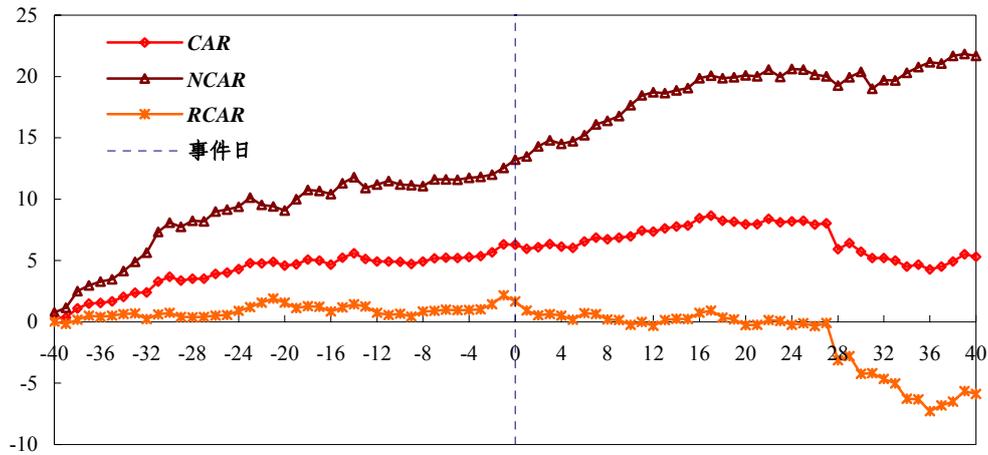


表 8.7 收购公司（吸收合并型）CAR 统计结果

次序	指标	样本总体	按交易方式划分	
			关联交易方式	非关联交易方式
1	CAR 最高值	8.65 (17)	2.16 (-1)	21.84 (39)
2	CAR (-40,-1)	6.32	2.16	12.55
3	CAR (0,1)	-0.36	-1.25	0.94
4	CAR (-40,1)	5.96	0.91	13.49
公告效应 (3/4)		-6.04%	-137.36%	6.97%
内幕交易效应 (2/1)		73.06%	100.00%	57.46%

有多大比例是发生在信息公开披露之前，该比例越高，说明存在内幕交易的可能性越大。

从图 8.2 中还可以发现，在事件日前，收购公司的累积平均异常收益率同样也呈现大幅上升态势，表明在吸收合并信息公布前，收购公司的股价已经提前出现异动。从表 8.7 中也可以发现，无论是关联交易方式的吸收合并还是非关联交易方式的吸收合并，公告效应的统计值都相对较小，而内幕交易效应的统计值都显著大于 40%，并且内幕交易效应的程度显著高于股权转让型并购活动，表明在吸收合并型并购活动中，同样存在较为显著的内幕交易特征。

(4) 控制权转移与中小投资者保护

控制权市场既鼓励管理层最大化公司的利润，还鼓励管理层通过向市场释放信息或其他方式来提升股价，这也就诱使管理者在最大化股价和非法操纵市场之间游离。基于股价反应的控制权市场效率研究结果表明，无论是股权转让型并购还是吸收合并型并购，市场对于股权转让的整体反应都是积极的，但是在并购活动中存在较为显著的内幕交易特征。

证券市场是典型的信息不对称市场，如果信息优势方利用提前掌握的内幕信息进行股票的买卖操作，则势必会造成不知情交易者的投资亏损。在中国这种指令驱动型证券市场中，广大的中小投资者为整个市场提供了较强的流动性，但是，这些中小投资者也面临着信息匮乏的窘境，因此，无论是基于“三公”原则，还是基于实际的投资结果分析，控制权转移市场的内幕交易都会极大地损害中小投资者的权益。

为了切实保护中小投资者的合法权益，净化整个市场的投资环境，推动股份全流通环境下上市公司并购重组活动的良性发展，监管部门应该强化上市公司的信息披露责任与要求，特别是严防涉及公司并购重组等重大事件的信息提前泄露。同时，重点打击证券市场中利用泄露的信息或是虚假信息炒作股价甚至操纵股价的行为，加大内幕交易行为的打击力度，追究相关机构和人员的法律责任。

(5) 小结

上文基于股价反应的控制权市场效率研究结果表明：

第一，对于股权转让型并购，在公告并购消息前后，目标公司的累积平均异常收益率均显著为正，表明股权转让型并购活动给股东带来了价值，股权转让型并购活动的效率相对较高；以协议转让方式转让股权的目标公司累积平均异常收益显著高于以无偿划转方式转让股权的目标公司，即协议转让方式的股权转让效

率要显著高于无偿划转式的股权转让。

第二，对于吸收合并型并购，在公告并购消息前后，收购公司的累积平均异常收益率均显著为正，表明吸收合并型并购活动给股东带来了价值，吸收合并型并购活动的效率相对较高；以非关联交易方式吸收合并的收购公司累积平均异常收益显著高于以关联交易方式吸收合并的收购公司，关联交易方式吸收合并的收购公司累积平均异常收益率呈下降趋势，并最终显著小于 0。

第三，股权转让型并购活动的目标公司累积平均异常收益率显著高于吸收合并型并购活动的收购公司累积平均异常收益率，表明股权转让型并购活动的效率显著高于吸收合并型并购活动。

第四，无论是股权转让型并购还是吸收合并型并购，在并购期间均存在较为显著的内幕交易特征，而且，吸收合并型并购活动的内幕交易程度显著高于股权转让型并购活动。

2. 基于经营业绩的控制权市场效率

(1) 文献回顾

针对并购活动对公司实际经营业绩产生的影响，西方学者进行了大量实证分析，实证分析的结果大致分为三类，即并购活动提高了公司实际经营业绩、并购活动降低了公司实际经营业绩以及并购活动对公司实际经营业绩没有显著影响。

Mueller（1980）的研究发现，比利时、德国、英国和美国的收购公司和目标公司在兼并后业绩都有所提高，而法国、荷兰和瑞典的情况则恰恰相反。Healy & Palepu & Ruback（1992）研究 1979~1984 年美国最大的 50 起并购活动对公司实际经营业绩的影响，发现目标公司在被兼并后现金流量和其他财务指标均显著提高。

但是，Hoshino（1982）发现日本的目标公司在被兼并后业绩更加恶化。Magenheim & Mueller（1988）的配对检验结果也发现公司购并重组后业绩有所下降，而 Bradley & Jarrell（1988）对 Magenheim & Mueller（1988）的样本采用不同的研究方法，却没有得出公司业绩下滑的结果。Agrawal & Jaffe & Mandelker（1992）关于 1164 起兼并案例的研究表明，市场调整后的公司业绩在并购后反而下降。Yeh & Hoshino（2000）对 20 家中国台湾上市公司兼并案例的研究表明，收购公司的盈利性在兼并后出现了明显的下降。

Langtieg (1978) 将同行业的公司作为控制样本进行配对检验, 发现公司并购重组后的业绩没有显著提高。Clark & Ofek (1994) 运用五种方法来考察目标公司在兼并后的业绩, 发现大多数目标公司在兼并后的业绩并没有得到提高。

在国内, 多数文献的研究结果表明, 公司的并购活动并没有从根本上改善公司的实际经营业绩。冯根福、吴林江 (2001) 利用以财务指标为基础的综合评价方法衡量我国上市公司并购前后的业绩变化, 发现上市公司并购绩效整体上存在一个先升后降的过程, 不同并购类型公司在并购后不同时期内的业绩并不一致。朱宝宪、王怡凯 (2002) 对 1998 年沪深证券市场的并购事件进行研究, 发现业绩较差的公司更愿意出让控股权, 上市公司并购后的主业得到显著增加, 有偿并购的公司业绩显著好于行政划转公司的业绩。

张新 (2003) 利用会计研究法研究 1993~2002 年中国上市公司的并购效果, 发现股权收购与资产重组事件中的目标公司业绩在短期内明显好转, 但这种业绩改观缺乏持续性, 吸收合并事件中的收购公司业绩在并购结束后呈现下降趋势。

李善民、曾昭灶等 (2004) 以 1999~2001 年发生并购的 84 家 A 股公司为样本, 研究上市公司的并购业绩, 研究结果表明, 并购当年公司绩效显著提高, 随后绩效下降甚至抵消之前的绩效提高, 并购并没有实质性提高并购公司的经营绩效。

王诗才、牛永花 (2006) 对 2001 年深圳股票市场 A 股公司的并购重组绩效进行研究, 发现收购兼并类公司的绩效在并购当年显著改善, 股权转让类公司绩效总体呈下降趋势, 资产剥离类公司绩效在并购当年未能改善公司绩效; 收购公司的绩效比目标公司好。

但也有研究文献表明公司并购行为可以持续改善公司经营业绩, 如李心丹、朱洪亮等 (2003) 利用 DEA 方法研究沪深上市公司并购前后续效的稳定性, 研究发现并购活动总体上提升了公司的经营管理效率, 并购后的几年内公司仍保持绩效稳步提高的趋势。

(2) 研究结果

为了进一步分析控制权市场的效率, 在基于股价反应的控制权市场效率研究基础上, 此处从公司实际经营业绩角度加以分析, 所用样本公司与基于股价反应的控制权市场效率样本相同, 也分为股权转让型并购样本与吸收合并型并购样

本，样本研究期间同样为 2000~2004。

表 8.8 目标公司（股权转让型）经营业绩（1997~2007）

年份	经营业绩	-3 (1997)	-2 (1998)	-1 (1999)	0 (2000)	1 (2001)	2 (2002)	3 (2003)
2000	ROE	10.12	9.92	4.57	6.86	10.79	8.09	-2.29
	MAROE	16.09	12.87	11.13	10.02	9.05	1.96	4.49
	CROA	6.42	4.00	6.73	10.66	7.20	6.70	-13.41
	MACROA	16.15	13.79	12.53	8.86	8.64	3.89	14.88
	EPS	0.28	0.03	0.01	0.13	0.25	0.20	-0.03
	MAEPS	0.37	0.26	0.24	0.25	0.22	0.18	0.20
2001	经营业绩	-3 (1998)	-2 (1999)	-1 (2000)	0 (2001)	1 (2002)	2 (2003)	3 (2004)
	ROE	12.87	11.13	10.02	9.05	1.96	4.49	4.10
	MAROE	11.71	10.37	9.03	5.98	1.65	3.78	3.86
	CROA	1.05	-6.27	-11.77	3.34	7.90	0.04	-3.72
	MACROA	13.79	12.53	8.86	8.64	3.89	14.88	4.54
	EPS	-0.03	-0.01	0.09	0.05	0.10	0.01	-0.11
MAEPS	0.26	0.24	0.25	0.22	0.18	0.20	0.18	
2002	经营业绩	-3 (1999)	-2 (2000)	-1 (2001)	0 (2002)	1 (2003)	2 (2004)	3 (2005)
	ROE	6.82	1.46	-0.18	-5.89	6.30	0.27	-5.90
	MAROE	10.37	9.03	5.98	1.65	3.78	3.86	0.70
	CROA	7.84	4.15	7.39	0.27	3.22	0.64	-10.16
	MACROA	12.53	8.86	8.64	3.89	14.88	4.54	0.14
	EPS	0.28	-0.02	-0.02	-0.12	0.11	-0.14	-0.37
MAEPS	0.24	0.25	0.22	0.18	0.20	0.18	0.12	
2003	经营业绩	-3 (2000)	-2 (2001)	-1 (2002)	0 (2003)	1 (2004)	2 (2005)	3 (2006)
	ROE	-4.99	-0.18	-2.25	7.31	4.38	1.14	-1.86
	MAROE	10.02	9.05	1.96	4.49	4.10	-0.51	2.25
	CROA	5.33	-2.75	-4.87	7.81	0.78	-0.56	-2.47
	MACROA	8.86	8.64	3.89	14.88	4.54	0.14	2.49
	EPS	0.16	0.12	0.04	0.16	-0.06	0.00	0.02
MAEPS	0.25	0.22	0.18	0.20	0.18	0.12	0.17	
2004	经营业绩	-3 (2001)	-2 (2002)	-1 (2003)	0 (2004)	1 (2005)	2 (2006)	3 (2007)
	ROE	8.90	8.25	8.41	4.93	0.29	2.69	6.62
	MAROE	6.44	4.14	6.51	1.75	0.67	4.17	9.47
	CROA	2.82	-2.14	9.85	-3.34	-8.38	1.05	7.32
	MACROA	8.64	3.89	14.88	4.54	0.14	2.49	8.37
	EPS	0.17	0.19	0.23	-0.05	0.02	0.15	0.32

	MAEPS	0.22	0.18	0.20	0.18	0.12	0.17	0.34
--	-------	------	------	------	------	------	------	------

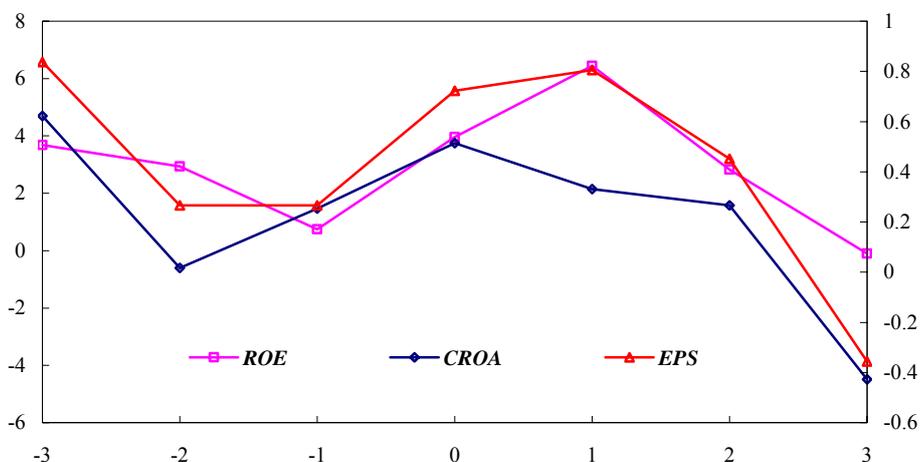
注：ROE、MAROE、CROA 与 MACROA 的数量级为%，EPS 与 MAEPS 的单位为元/股。

为了全面反映公司的实际经营业绩，此处挑选出净资产收益率（ROE）、主营业务利润率（CROA）以及每股收益（EPS）衡量公司业绩，同时，将样本公司的各项业绩指标与整个市场的平均业绩进行横向比较，以判别公司并购活动对实际经营业绩的影响。为了客观真实地反映并购活动的效果，此处纵向比较并购前后各三年公司的经营业绩变动情况，即将并购当年记为时间 0，并购前三年分别记为时间-3、-2 与-1，并购后三年分别记为时间 1、2 与 3。

股权转让型并购活动的目标公司经营业绩的纵向变化情况反映在表 8.8 中，从表中可以发现，从整体上考察，在并购活动发生前，目标公司的经营业绩呈现显著下降趋势，并且经营业绩水平也显著低于整个市场的平均水平，表明经营业绩恶化可能是目标公司发生股权转让的重要原因。

同时，从图 8.3 中也可以清晰地发现，在并购活动发生后，目标公司的经营业绩在并购当年或并购后第一年得到显著提升，但在并购后的第二年与第三年，经营业绩呈现显著下滑趋势，其下降后的经营业绩水平甚至低于并购发生前的经营业绩，表明股权转让型的并购活动对目标公司经营业绩的正向影响并不具有持续性，股权转让型并购活动并不能从根本上改善目标公司的经营业绩，因此，从公司实际经营业绩角度考察，股权转让型并购的效果较差，反映出控制权市场的效率相对低下。

图 8.3 目标公司（股权转让型）经营业绩变化



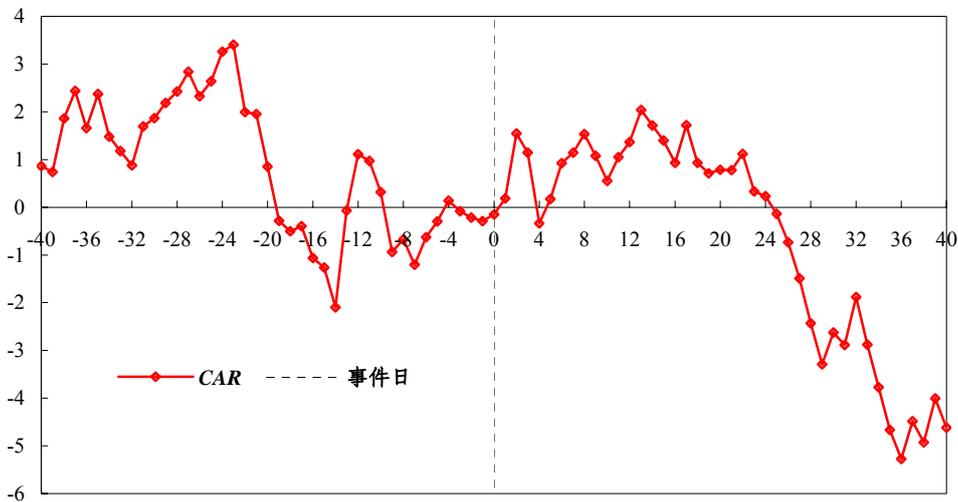
注：1.图中反映 2000~2004 年所有股权转让型并购活动的目标公司经营业绩变化情况；2.图中横坐标表示并购前后的时间点；3.左侧纵坐标表示 ROE 与 CROA，数量级为%，右侧纵

坐标表示 EPS，单位为元/股。

但是，上文基于股价反应的研究结果表明，股权转让型并购活动的效率相对较高。由此可见，两种研究方法得到的研究结果出现分歧。为了分析这种分歧前后的深层次原因，此处挑选出并购发生后业绩下滑的目标公司，挑选标准是以 ROE、CROA 与 EPS 任一指标衡量的经营业绩出现连续两年下降，且下降幅度超过 40% 的目标公司视为业绩恶化公司。以业绩恶化公司作为样本，分析此类公司在并购期间的股价反应，即分析市场或投资者对并购后业绩恶化公司在股价方面是否具备预知能力。

从图 8.4 中可以发现，在并购活动发生前后，业绩恶化公司的股价仅出现短暂性的上升趋势，其累积平均异常收益率在并购活动发生前 10 天左右变为负值，在并购活动发生后 24 个交易日变为正值，但在随后的交易日内显著下降为负值，表明对于事后发现并购经营业绩恶化的公司，市场或投资者在并购期间已经具有预知能力，并且这种预知已在此类公司股价上作出反应，这也从另外一个角度反映中国证券市场的定价效率相对较高，股权转让型并购活动的效率也相对较高。

图 8.4 经营业绩恶化的目标公司（股权转让型）并购期股价反应



吸收合并型并购活动的收购公司经营业绩的纵向变化情况反映在表 8.9 中，从表中可以发现，从整体上考察，在并购活动发生前，收购公司的经营业绩均相对较高，经营业绩水平显著高于整个市场的平均水平，表明业绩较好的上市公司倾向于进行吸收合并，以便通过横向并购实现规模效应或是通过纵向并购实现协同效应 (synergy effect)。

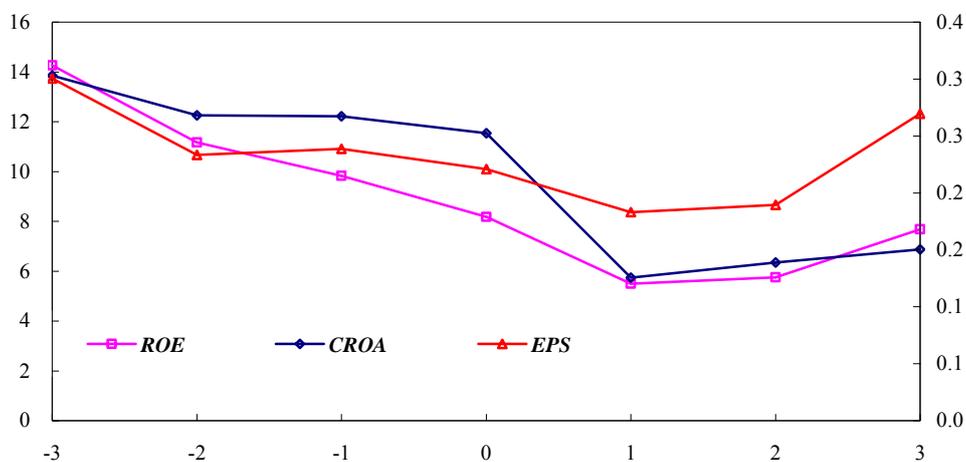
表 8.9 收购公司（吸收合并型）经营业绩（1997~2007）

年份	经营业绩	-3 (1997)	-2 (1998)	-1 (1999)	0 (2000)	1 (2001)	2 (2002)	3 (2003)
2000	ROE	17.77	18.07	18.12	13.92	5.27	3.62	4.50
	MAROE	16.09	12.87	11.13	10.02	9.05	1.96	4.49
	CROA	19.02	17.94	20.58	21.89	1.61	7.96	5.48
	MACROA	16.15	13.79	12.53	8.86	8.64	3.89	14.88
	EPS	0.45	0.26	0.28	0.29	0.18	0.11	0.15
	MAEPS	0.37	0.26	0.24	0.25	0.22	0.18	0.20
2001	经营业绩	-3 (1998)	-2 (1999)	-1 (2000)	0 (2001)	1 (2002)	2 (2003)	3 (2004)
	ROE	20.05	15.99	11.28	8.76	6.56	6.72	7.61
	MAROE	12.87	11.13	10.02	9.05	1.96	4.49	4.10
	CROA	16.15	15.07	15.12	14.36	10.37	9.78	8.81
	MACROA	13.79	12.53	8.86	8.64	3.89	14.88	4.54
	EPS	0.37	0.34	0.30	0.27	0.23	0.24	0.27
MAEPS	0.26	0.24	0.25	0.22	0.18	0.20	0.18	
2002	经营业绩	-3 (1999)	-2 (2000)	-1 (2001)	0 (2002)	1 (2003)	2 (2004)	3 (2005)
	ROE	16.19	10.85	6.03	6.20	6.30	8.60	9.60
	MAROE	11.13	10.02	9.05	1.96	4.49	4.10	-0.51
	CROA	12.54	10.82	7.33	8.95	6.41	3.78	7.75
	MACROA	12.53	8.86	8.64	3.89	14.88	4.54	0.14
	EPS	0.32	0.26	0.21	0.23	0.18	0.24	0.30
MAEPS	0.24	0.25	0.22	0.18	0.20	0.18	0.12	
2003	经营业绩	-3 (2000)	-2 (2001)	-1 (2002)	0 (2003)	1 (2004)	2 (2005)	3 (2006)
	ROE	10.89	6.81	7.21	10.27	8.66	5.65	7.18
	MAROE	10.02	9.05	1.96	4.49	4.10	-0.51	2.25
	CROA	14.28	9.99	10.02	10.48	9.01	5.94	5.55
	MACROA	8.86	8.64	3.89	14.88	4.54	0.14	2.49
	EPS	0.18	0.17	0.21	0.18	0.26	0.24	0.32
MAEPS	0.25	0.22	0.18	0.20	0.18	0.12	0.17	
2004	经营业绩	-3 (2001)	-2 (2002)	-1 (2003)	0 (2004)	1 (2005)	2 (2006)	3 (2007)
	ROE	6.44	4.14	6.51	1.75	0.67	4.17	9.47
	MAROE	9.05	1.96	4.49	4.10	-0.51	2.25	8.15
	CROA	7.26	7.44	8.01	2.04	1.32	4.28	6.81
	MACROA	8.64	3.89	14.88	4.54	0.14	2.49	8.64
	EPS	0.18	0.14	0.19	0.13	0.06	0.12	0.32
MAEPS	0.22	0.18	0.20	0.18	0.12	0.17	0.34	

注：ROE、MAROE、CROA 与 MACROA 的数量级为%，EPS 与 MAEPS 的单位为元/股。

同时，从图 8.5 中也可以清晰地发现，在并购活动发生后，收购公司的经营业绩在并购后第一年显著下降，尤其是主营业务利润率的下降幅度最大，表明收购公司在完成吸收合并活动后，自身的主营业务受到影响，短期内公司吸收合并的业务与其自身的主营业务之间尚未产生协同效应。但在并购后的第二年与第三年，收购公司的经营业绩得到显著提升，但经营业绩仍低于收购公司并购前收益，仅每股收益的提升幅度最大，显著高于并购当年的收购公司每股收益，表明吸收合并型并购活动在短期内对收购公司经营业绩存在负面影响，长期内对收购公司经营业绩产生正向影响，但这种正向影响的幅度仍需时间考验，即吸收合并型并购活动在一定程度上可以改善目标的经营业绩，因此，从公司实际经营业绩角度考察，吸收合并型并购的效果一般，反映出控制权市场的效率高于股权转让型并购。同时，这也表明上市公司对非上市公司的吸收合并活动中并未出现控股股东“掏空”（tunneling）上市公司的现象，这也有别于李增泉、余谦等人（2005）的研究结论，究其原因，主要由于李增泉、余谦等人（2005）研究的并购样本期间为 1998~2001，而有别于此处的样本期间 2000~2004。

图 8.5 收购公司（吸收合并型）经营业绩变化



注：1.图中反映 2000~2004 年所有吸收合并型并购活动的目标公司经营业绩变化情况；2.图中横坐标表示并购前后的时间点；3.左侧纵坐标表示 ROE 与 CROA，数量级为%，右侧纵坐标表示 EPS，单位为元/股。

同样，此处也要分析吸收合并后业绩下降的收购公司在并购期间的股价反应，并购业绩下降公司的挑选标准也是以 ROE、CROA 与 EPS 任一指标衡量的经营业绩出现连续两年下降，且下降幅度超过 40%。图 8.6 反映经营业绩恶化的收购公司在并购期内的股价反应情况，从图中可以发现，尽管吸收合并完成后收

购公司的经营业绩不断恶化,但在并购期间内,收购公司的股价却呈现不断上升态势,在整个窗口期内,收购公司的累积平均异常收益率显著大于0,表明吸收合并型的收购公司股票在并购期间被过度炒作,甚至存在内幕交易的可能,这也与上面的研究结论相符,即吸收合并型并购活动的内幕交易程度显著高于股权转让型并购活动。但由于经营业绩恶化的收购公司在所有收购公司中所占比重相对较低(见表8.10),因此,从整体上分析,吸收合并型并购活动的市场效率相对较高。

图 8.6 经营业绩恶化的收购公司(吸收合并型)并购期股价反应

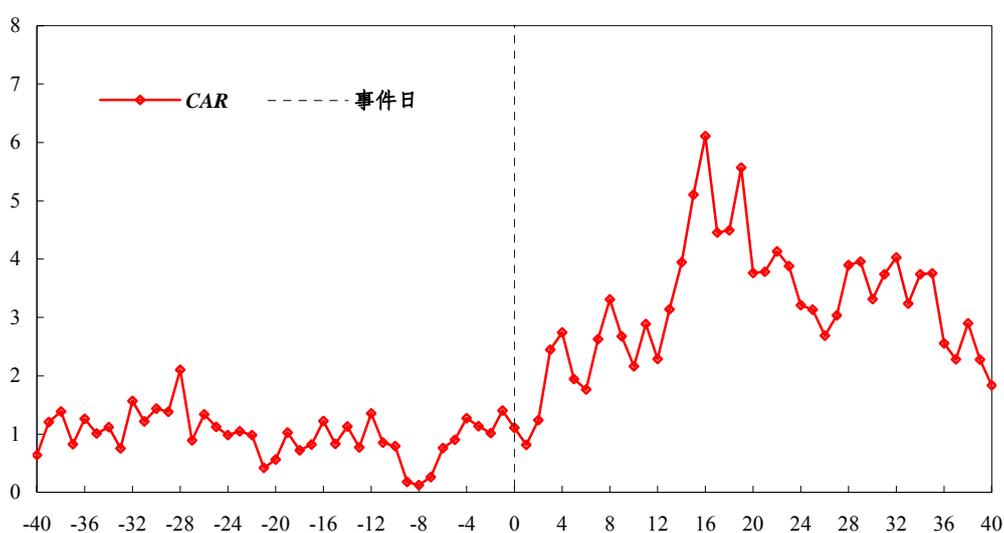


表 8.10 经营业绩恶化的收购公司(吸收合并型)交易类型

年份	2000	2001	2002	2003	2004
关联交易型并购	0	1	1	2	9
非关联交易型并购	3	3	5	5	4
小计	3	4	6	7	13
占各年份样本公司数的比重(%)	23.08	20.00	24.00	46.67	19.70

(3) 小结

上文基于实际经营业绩的控制权市场效率研究结果表明:

第一,对于股权转让型并购,在并购活动发生前,目标公司的经营业绩呈现显著下降趋势,并且经营业绩水平也显著低于整个市场的平均水平;在并购活动发生后,目标公司的经营业绩在并购当年或并购后第一年得到显著提升,但在并购后的第二年与第三年,经营业绩呈现显著下滑趋势,表明股权转让型并购的市

场效率低下。

第二，对于吸收合并型并购，在并购活动发生前，收购公司的经营业绩均相对较高，经营业绩水平显著高于整个市场的平均水平；并购活动发生后，收购公司经营业绩在并购后第一年显著下降，但在并购后的第二年与第三年，收购公司的经营业绩得到显著提升，但仍低于并购前业绩，表明吸收合并型并购活动在一定程度上可以改善目标的经营业绩，吸收合并型并购的市场效率一般。

第三，对于股权转让型并购，在并购活动发生前后，业绩恶化的目标公司股价仅出现短暂性上升；但对于吸收合并型并购，并购完成后，业绩恶化的收购公司股价却呈现不断上升态势，表明吸收合并型并购的收购公司股票在并购期间被过度炒作，甚至存在内幕交易的可能。

控制权市场效率的影响因素

目前，对于并购公司绩效变化的影响因素，较少有文献进行系统性探讨。冯根福、吴林江（2001）的研究表明，并购前上市公司第一大股东持股比例与并购当年的并购绩效呈正相关关系，而与并购后各年绩效的关系不大。李心丹、朱洪亮等（2003）的研究表明，股权结构类型、国有股权的集中度及法人股比重显著影响并购绩效。李善民、曾昭灶等（2004）的研究发现，交易溢价、行业相关性、相对规模、收购比例以及第一大股东持股比例等是影响并购绩效的主要因素，这些因素可以解释并购后收购公司经营绩效的变化。宋建波、王晓玲（2008）研究中国上市公司控制权转移绩效的影响因素，发现第二大股东持股比例及高管是否持股对公司绩效没有显著影响。

为了进一步深入探讨控制权市场效率的影响因素，此处沿用上文股权转让型与吸收合并型并购公司样本，并参考已有研究文献提及的相关影响因素，实证分析影响这两类并购活动的相关因素。在分析股权转让型并购活动对目标公司经营业绩的影响因素时，此处以并购完成后公司业绩变化情况作为因变量，以并购后控股股东性质、股权转让方式、股权转让是否是关联交易、并购涉及的交易金额以及股权转让比例作为自变量，同时，将目标公司所属行业作为控制变量，建立如下回归模型进行检验，回归模型中各变量的符号及具体含义见表 8.11。

$$Perform = \alpha_0 + \alpha_1 Mholder + \alpha_2 Means + \alpha_3 Atrans + \alpha_4 Tvalue + \alpha_5 Scale + \alpha_6 Industry + \xi_1$$

表 8.11 股权转让型并购绩效影响因素检验模型变量

变量类型	变量符号	变量含义
因变量	Perform	并购公司的业绩变化情况，并购公司在完成并购后的三年内平均 ROE，如果平均 ROE>0，则 Perform=1；否则，Perform=0
自变量	Mholder	并购后控股股东的性质，如果控股股东是国有企业，则 Mholder=1；否则，Mholder=2
	Means	股权转让方式，如果是协议转让，则 Means=1；否则，Means=0
	Atrans	股权转让是否是关联交易，如果是关联交易，则 Atrans=1；否则，Atrans=0
	Tvalue	并购涉及的交易金额，交易金额单位为亿元
	Scale	股权转让比例
控制变量	Industry	目标公司所属行业，为虚拟变量，按证监会的行业分类标准，样本公司共涉及 12 个行业，按各行业第一个字的字母排序依次对行业赋值为 1、2...12。

表 8.12 列示了目标公司并购绩效影响因素回归模型的检验结果，从表中可知，仅股权转让方式与股权转让比例的系数分别在 10%与 5%置信水平下显著，而且，这两个变量的系数显著为正值，即通过协议转让方式进行并购的目标公司经营业绩显著高于通过行政划转方式进行并购的目标公司；股权转让比例高的目标公司经营业绩显著高于股权比例比较低的目标公司；并购后控股股东的性质、股权转让是否是关联交易以及并购涉及的交易金额等因素并不显著影响目标公司的并购绩效。

表 8.12 目标公司并购绩效影响因素分析

解释变量	模型参数	T 统计值	方差膨胀因子 (VIF)
Intercept	-0.0861	-0.231 (0.8177)	0.0000
Mholder	-0.0001	-0.001 (0.9993)	1.4598
Means	0.2761	1.761* (0.0822)	1.4419
Atrans	0.1481	0.832 (0.4079)	1.0560
Tvalue	-0.0262	-0.615 (0.5402)	1.2391
Scale	0.7560	2.052** (0.0436)	1.2654
Industry	0.0026	0.116 (0.9079)	1.2944
Ad-R ² = 0.0111		D.W.值 = 1.800	

注：括号内数值表示 p 统计值，*、**分别表示统计量在 10%与 5%置信水平下显著。

在分析吸收合并型并购活动对收购公司经营业绩的影响因素时，此处以并购完成后公司业绩变化情况作为因变量，以并购目的、股权转让是否是关联交易以及并购涉及的交易金额作为自变量，同时，将目标公司所属行业作为控制变量，建立如下回归模型进行检验，回归模型中各变量的符号及具体含义见表 8.13。

$$Perform = \beta_0 + \beta_1 Purpose + \beta_2 Atrans + \beta_3 Tvalue + \beta_4 Industry + \xi_2$$

表 8.13 吸收合并型并购绩效影响因素检验模型变量

变量类型	变量符号	变量含义
因变量	Perform	并购公司的业绩变化情况，并购公司在完成并购后的三年内平均 ROE，如果平均 ROE>0，则 Perform=1；否则，Perform=0
自变量	Purpose	并购目的，如果并购活动是为实现公司经营业务纵向一体化，则 Purpose=1；否则，Purpose=0
	Atrans	股权转让是否是关联交易，如果是关联交易，则 Atrans=1；否则，Atrans=0
	Tvalue	并购涉及的交易金额，交易金额单位为亿元
控制变量	Industry	目标公司所属行业，为虚拟变量，按证监会的行业分类标准，样本公司共涉及 12 个行业，按各行业第一个字的字母排序依次对行业赋值为 1、2...12。

表 8.14 列示了收购公司并购绩效影响因素回归模型的检验结果，从表中可知，仅并购目的这一变量的系数在 1%置信水平下显著为正值，即以实现公司经营业务纵向一体化为目的的并购活动可以提高收购公司的实际经营业绩，而股权转让是否是关联交易以及并购涉及的交易金额等因素并不显著影响收购公司的实际经营业绩。

表 8.14 收购公司并购绩效影响因素分析

解释变量	模型参数	T 统计值	方差膨胀因子 (VIF)
Intercept	0.4685	3.0150*** (0.0031)	0.0000
Purpose	0.3518	4.1880*** (0.0001)	1.0306
Atrans	0.0146	1.0140 (0.3125)	1.0433
Tvalue	0.0401	0.4790 (0.6326)	1.0221
Industry	-0.0136	-0.9650 (0.3366)	1.0195
Ad-R ² = 0.1119		D.W.值 = 2.019	

注：括号内数值表示 p 统计值，***分别表示统计量在 1%置信水平下显著。

综上所述，对于股权转让型并购而言，并购活动完成后，并购时的股权转让方式及股权转让比例显著影响目标公司的实际经营业绩，通过协议转让方式进行

并购的目标公司经营业绩显著高于通过行政划转方式进行并购的目标公司；股权转让比例高的目标公司经营业绩显著高于股权比例比较低的目标公司；并购后控股股东的性质、股权转让是否是关联交易以及并购涉及的交易金额等因素并不显著影响目标公司的并购绩效。对于吸收合并型并购而言，并购活动完成后，并购目的显著影响收购公司的实际经营业绩，即以实现公司经营业务纵向一体化为目的的并购活动可以提高收购公司的实际经营业绩，而股权转让是否是关联交易以及并购涉及的交易金额等因素对收购公司的实际经营业绩并未产生显著影响。

小结

股权转让型与吸收合并型并购事件的实证研究结果表明，在短期内，基于股价反应的控制权市场效率相对较高，股权转让型并购的目标公司与吸收合并型并购的收购公司股东都能在并购活动中获得资本增值收益，而且，股权转让型并购活动的效率显著高于吸收合并型并购活动。但是，股权转让型并购与吸收合并型并购在并购期间均存在较为显著的内幕交易特征，吸收合并型并购活动的内幕交易程度显著于股权转让型并购活动。

在长期内，基于实际经营业绩的股权转让型并购的市场效率相对低下，股权转让型并购的目标公司在并购前实际经营业绩不断恶化，并购后的业绩呈现先升后降态势；吸收合并型并购的收购公司在并购前实际经营业绩均显著高于市场平均水平，并购后的业绩呈现先降后升态势，但并购后的业绩水平仍与并购前存在一定差距，吸收合并型并购的市场效率一般。

同时，在控制权转让市场中，无论是股权转让型并购还是吸收合并型并购，在并购期间均存在较为显著的内幕交易特征，而且，吸收合并型并购活动的内幕交易程度显著高于股权转让型并购活动。因此，为保护广大中小投资者的利益，监管部门应严格规范上市公司并购活动中的信息披露行为，防止出现内幕交易或是利用内幕信息操纵股价。对于已经出现的内幕交易活动，应加大打击力度，追究相关机构和人员的法律责任。

控制权市场效率影响因素的实证研究结果表明，并购时的股权转让方式及股权转让比例显著影响目标公司的实际经营业绩，通过协议转让方式进行并购的目

标公司经营业绩显著高于通过行政划转方式进行并购的目标公司，股权转让比例高的目标公司经营业绩显著高于股权比例比较低的目标公司，并购后控股股东的性质、股权转让是否是关联交易以及并购涉及的交易金额等因素对目标公司并购绩效的影响并不显著；并购目的显著影响收购公司的实际经营业绩，以实现公司经营业务纵向一体化为目的的并购活动可以提高收购公司的实际经营业绩，而股权转让是否是关联交易以及并购涉及的交易金额等因素对收购公司实际经营业绩的影响并不显著。

第九章 控制权变动的信息披露与监管

控制权变动信息披露的法律框架

随着修订后的《公司法》、《证券法》于 2006 年正式实施，对上市公司信息披露提出了更高要求，并强化了董事、监事、高级管理人员以及相关中介机构的责任。为与两法相配套，中国证监会在部门规章层面上也逐步细化和规范了上市公司的信息披露行为，进一步提高了上市公司信息披露的透明度，与上市公司控制权变动相关的信息披露规定也相继出台，监管力度得到进一步的加强。

目前，涉及上市公司控制权变动信息披露监管的部门规章主要有三部，即《上市公司信息披露管理办法》、《上市公司收购管理办法》和《上市公司重大资产重组管理办法》。

《上市公司收购管理办法》是证监会自 2006 年 9 月 1 日起开始施行的。该办法旨在规范上市公司的收购及相关股份权益变动活动，保护上市公司和投资者的合法权益，维护证券市场秩序和社会公共利益，促进证券市场资源的优化配置。该办法适用于上市公司的收购及相关股份权益变动活动，包括要约收购¹⁸、协议收购¹⁹和间接收购²⁰。

该办法在第三条中就开宗明义地规定，“上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人，应当充分披露其在上市公司中的权益及变动情况，依法严格履行报告、公告和其他法定义务。在相关信息披露前，负有保密义务。信息披露义务人报告、公告的信息必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”并在第二章中专门对“权益披露”进行了详尽的规定。

考虑到上市公司股份实现全流通后，上市公司大股东和管理层的利益与二级

¹⁸通过证券交易所的证券交易，收购人持有有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的 30%时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行，发出全面要约或者部分要约。

¹⁹收购人通过协议方式在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的 5%，但未超过 30%的。

²⁰收购人虽不是上市公司的股东，但通过投资关系、协议、其他安排导致其拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的 5%但未超过 30%的。

市场股价密切相关，利用资本市场的动机进一步增强，证监会在 2007 年初颁布了《上市公司信息披露管理办法》。该办法进一步完善了信息披露的规则和监管流程，旨在提高上市公司信息披露质量及监管的有效性，适应股权分置改革后新形势对上市公司信息监管提出的新要求。根据这一管理办法，其规范的对象包括四个层面：一是上市公司、发行人及其董事、监事、高级管理人员；二是股东、实际控制人和收购人等其他信息披露义务人；三是为信息披露事宜出具专项文件的证券服务机构及其从业人员；四是与上市公司信息披露相关的市场各方，包括利用或可能利用上市公司内幕信息进行交易的机构和个人，散布传播虚假信息的机构和个人及相关媒体。

该办法通过规范发行人、上市公司及其他信息披露义务人的信息披露行为，加强了信息披露事务管理，从而为保护投资者合法权益奠定了基础。根据该办法，上市公司的信息披露义务人应当真实、准确、完整、及时地披露信息，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；应当同时向所有投资者公开披露信息。而根据该办法控制权变动由于属于“发生可能对上市公司证券及衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件（价格敏感性信息）”，因此，上市公司应及时披露相关事件的起因、目前的状态和可能产生的影响。

此后，为了规范上市公司重大资产重组行为，保护上市公司和投资者的合法权益，促进上市公司质量不断提高，维护证券市场秩序和社会公共利益，证监会又于 2008 年 5 月 18 日开始施行《上市公司重大资产重组管理办法》。这是证监会第一次以行政规章形式对上市公司重大资产重组的构成要件、基本原则、相关各方义务和职责、实施程序、信息披露文件等进行明确规范。该办法适用于上市公司及其控股或者控制的公司在日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易达到规定的比例，导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为，即重大资产重组行为。

为了抑制上市公司重大资产重组时的内幕交易、操纵市场等不当行为，该办法专设“重大资产重组的信息管理”一章，对相关各方在重组事项筹划、决策过程中的信息公平披露、信息保密、信息澄清、信息记录保存和申请停牌等方面的行为准则作了详细规定，进一步细化责任主体范围，明确信息处理标准。根据此办法的规定，“上市公司实施重大资产重组，有关各方必须及时、公平地披露或

者提供信息，保证所披露或者提供信息的真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”“任何单位和个人对所知悉的重大资产重组信息在依法披露前负有保密义务。禁止任何单位和个人利用重大资产重组信息从事内幕交易、操纵证券市场等违法活动。”

此外，证监会还在《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》（2008年）、《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》（2008年）、《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》（2007年）、《关于在发行审核委员会中设立上市公司并购重组审核委员会的决定》（2007年）、《上市公司回购社会公众股份管理办法》（2005年）等部门规章、文件及信息披露内容与格式准则要求中，从不同角度对不同的市场参与者在上市公司控制权信息披露中的责任义务进行了强调。

表 9.1 其他涉及上市公司控制权变动信息披露要求的法规文件一览表

法规文件名称	颁布单位	颁布年份
《金融企业国有资产转让管理办法》	财政部	2009
《中央企业资产损失责任追究暂行办法》	国资委	2008
《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》	国资委 证监会	2007
《国有单位受让上市公司股份管理暂行规定》	国资委	2007
《关于外国投资者并购境内企业的规定》	商务部 国资委 证监会 税务总局 工商总局	2006
《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》	商务部 证监会 外管局 税务总局 工商总局	2005
《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》	证监会	2002

控制权变动信息披露的内容管理及程序安排

上市公司在对控制权变动实施信息披露时，首先要遵照《上市公司信息披露管理办法》对信息披露的基本要求；其次，还要符合《上市公司收购管理办法》和《上市公司重大资产重组管理办法》对控制权变动信息披露的针对性规定。

根据《上市公司信息披露管理办法》第三条和第三十八条的规定，“上市公司的董事、监事、高级管理人员应当忠实、勤勉地履行职责，保证披露信息的真实、准确、完整、及时、公平。”“应当勤勉尽责，关注信息披露文件的编制情况，保证定期报告、临时报告在规定期限内披露，配合上市公司及其他信息披露义务人履行信息披露义务。”同时，该办法还在第四条规定中特别强调，“在内幕信息依法披露前，任何知情人不得公开或者泄露该信息，不得利用该信息进行内幕交易。”以上条款不但明确了上市公司实施信息披露的义务人，明晰了信息披露的“五性”基本要求，还特别禁止知情人不得利用内幕信息从事违法违规行为，这对于对公司价值及股价变动可能产生重大影响的控制权变动信息披露而言，具有十分重要的意义。

表 9.2 上市公司信息披露义务人的职责划分

责任人 内容	董事	董事长	监事	高级管理 人员 ²¹	经理	董事会 秘书	财务 负责人
基本披露	√	√	√	√	√	√	√
临时报告		√			√	√	
财务报告		√			√		√

表 9.3 上市公司信息披露义务人的具体职责

信息披露义务人	信息披露职责
董事	了解并持续关注公司生产经营情况、财务状况和公司已经发生的或者可能发生的重大事件及其影响，主动调查、获取决策所需要的资料。
监事	对公司董事、高级管理人员履行信息披露职责的行为进行监督；关注公司信息披露情况，发现信息披露存在违法违规问题的，应当进行调查并提出处理建议。
高级管理人员	及时向董事会报告有关公司经营或者财务方面出现的重大事件、已披露的事件的进展或者变化情况及其他相关信息
董事会秘书	负责组织和协调公司信息披露事务，汇集上市公司应予披露的信息并报告董事会，持续关注媒体对公司的报道并主动求证报道的真实情况。负责办理上市公司信息对外公布等相关事宜。

此外，持有公司股份 5%以上的股东、控股股东²²及实际控制人²³在特定情况下，也有配合上市公司做好信息披露工作的义务。

²¹ 根据《公司法》的规定，高级管理人员，是指公司的经理、副经理、财务负责人，上市公司董事会秘书和公司章程规定的其他人员。

²² 根据《公司法》的规定，控股股东，是指其出资额占有限责任公司资本总额百分之五十以

按照《上市公司信息披露管理办法》的规定，凡是涉及持股 5%以上股东、控股股东及实际控制人的情况，上市公司均应在年度报告中予以披露；控股股东及实际控制人发生变化的情况，上市公司均应在中期报告中披露；发生可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件，而投资者尚未得知时，上市公司应当以临时报告形式立即披露，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响。在这些重大事件中，可能涉及控制权变动的事件包括：公司的经营方针和经营范围的重大变化；公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定；持有公司 5%以上股份的股东或者实际控制人，其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化；公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定；或者依法进入破产程序、被责令关闭；法院裁决禁止控股股东转让其所持股份；任一股东所持公司 5%以上股份被质押、冻结、司法拍卖、托管、设定信托或者被依法限制表决权，等等。另外，涉及上市公司的收购、合并、分立、发行股份、回购股份等行为导致上市公司股本总额、股东、实际控制人等发生重大变化的，信息披露义务人也应当依法履行报告、公告义务，披露权益变动情况。

与此同时，持有公司股份 5%以上的股东、控股股东及实际控制人在下述情况下，也要主动配合上市公司做好信息披露工作的义务：（1）上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人应当及时、准确地告知上市公司是否存在拟发生的股权转让、资产重组或者其他重大事件；（2）持有公司 5%以上股份的股东或者实际控制人，其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化；（3）法院裁决禁止控股股东转让其所持股份，任一股东所持公司 5%以上股份被质押、冻结、司法拍卖、托管、设定信托或者被依法限制表决权；（4）上市公司的股东、实际控制人拟对上市公司进行重大资产或者业务重组；等等。

上市公司董事会秘书负责办理上市公司信息对外公布等相关事宜。除监事会公告外，上市公司披露的信息应当以董事会公告的形式发布。董事、监事、高级管理人员非经董事会书面授权，不得对外发布上市公司未披露信息。

上市公司及其他信息披露义务人在依法披露信息时，应当将公告文稿和相关

上或者其持有的股份占股份有限公司股本总额百分之五十以上的股东；出资额或者持有股份的比例虽然不足百分之五十，但依其出资额或者持有的股份所享有的表决权已足以对股东会、股东大会的决议产生重大影响的股东。

²³根据《公司法》的规定，实际控制人，是指虽不是公司的股东，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人。

备查文件报送证券交易所登记，并在中国证监会指定的媒体发布。虽然，在《上市公司信息披露管理办法》中强调，信息披露应在自起算日起或者触及披露时点的两个交易日内进行及时披露，但信息披露义务人在公司网站及其他媒体发布信息的时间不得先于指定媒体，不得以新闻发布会或者答记者问等任何形式代替应当履行的报告、公告义务，不得以定期报告形式代替应当履行的临时报告义务。而且，信息披露义务人还应当将信息披露公告文稿和相关备查文件报送上市公司注册地证监局，并置备于公司住所供社会公众查阅。

对于定期报告，公司董事、高级管理人员应签署书面确认意见，监事会应当提出书面审核意见，说明董事会的编制和审核程序是否符合法律、行政法规和中国证监会的规定，报告的内容是否能够真实、准确、完整地反映上市公司的实际情况。董事、监事、高级管理人员对定期报告内容的真实性、准确性、完整性无法保证或者存在异议的，应当陈述理由和发表意见，并予以披露。

对于披露重大事件的临时报告，上市公司应当在最先发生的以下任一时点及时履行信息披露义务：（1）董事会或者监事会就该重大事件形成决议时；（2）有关各方就该重大事件签署意向书或者协议时；（3）董事、监事或者高级管理人员知悉该重大事件发生并报告时。若在上述时点之前出现下列情形之一的，上市公司应当及时披露相关事项的现状、可能影响事件进展的风险因素：（1）该重大事件难以保密；（2）该重大事件已经泄露或者市场出现传闻；（3）公司证券及其衍生品种出现异常交易情况。

除上述规定外，上市公司还要按照《上市公司收购管理办法》和《上市公司重大资产重组管理办法》的具体规定，在对控制权变动实施信息披露时，遵循一些更为详尽的特别规定。

根据《上市公司收购管理办法》的规定，通过证券交易所的证券交易或协议转让方式，投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%时，应当在该事实发生之日起3日内编制权益变动报告书，向中国证监会、证券交易所提交书面报告，抄报该上市公司所在地的中国证监会派出机构（以下简称派出机构），通知该上市公司，并予以公告。而且，投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%后，其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少达到或者超过5%的，应当依照前款

规定履行报告、公告义务。²⁴以要约方式收购上市公司股份的，收购人应当编制要约收购报告书，并应当聘请财务顾问向中国证监会、证券交易所提交书面报告，抄报证监会派出机构，通知被收购公司，同时对要约收购报告书摘要作出提示性公告。收购人依照规定报送符合中国证监会规定的要约收购报告书及相关文件之日起 15 日后，公告其要约收购报告书、财务顾问专业意见和律师出具的法律意见书。在 15 日内，中国证监会对要约收购报告书披露的内容表示无异议的，收购人可以进行公告；中国证监会发现要约收购报告书不符合法律、行政法规及相关规定的，及时告知收购人，收购人不得公告其收购要约。

表 9.4 权益变动报告书和要约收购报告书应披露的内容

情况一 ²⁵ 的权益报告书	情况二 ²⁶ 的权益报告书	要约收购书 ²⁷
<p>(1) 投资者及其一致行动人的姓名、住所；投资者及其一致行动人为法人的，其名称、注册地及法定代表人；</p> <p>(2) 未来 12 个月内继续增加其在上市公司中拥有的权益；</p> <p>(3) 上市公司的名称、股票的种类、数量、比例；</p> <p>(4) 在上市公司中拥有权益的股份达到或者超过上市公司已发行股份的 5%或者拥有权益的股份增减变化达到 5%的时间及方式；</p> <p>(5) 权益变动事实发生之日前 6 个月内通过证券交易所的证券交易买卖该公司股票的简要情况；</p> <p>(6) 中国证监会、证券交易所要求披露的其他内容。</p>	<p>(1) 投资者及其一致行动人的控股股东、实际控制人及其股权控制关系结构图；</p> <p>(2) 取得相关股份的价格、所需资金额、资金来源，或者其他支付安排；</p> <p>(3) 投资者、一致行动人及其控股股东、实际控制人所从事的业务与上市公司的业务是否存在同业竞争或者潜在的同业竞争，是否存在持续关联交易；存在同业竞争或者持续关联交易的，是否已做出相应的安排，确保投资者、一致行动人及其关联方与上市公司之间避免同业竞争以及保持上市公司的独立性；</p> <p>(4) 未来 12 个月内对上市公司资</p>	<p>(1) 收购人的姓名、住所；收购人为法人的，其名称、注册地及法定代表人，与其控股股东、实际控制人之间的股权控制关系结构图；</p> <p>(2) 收购人关于收购的决定及收购目的，是否拟在未来 12 个月内继续增持；</p> <p>(3) 上市公司的名称、收购股份的种类；</p> <p>(4) 预定收购股份的数量和比例；</p> <p>(5) 收购价格；</p> <p>(6) 收购所需资金额、资金来源及资金保证，或者其他支付安排；</p> <p>(7) 收购要约约定的条件；</p> <p>(8) 收购期限；</p> <p>(9) 报送收购报告书时持有被收购公司的股份数量、比例；</p>

²⁴ 投资者虽不是上市公司的股东，但通过投资关系取得对上市公司股东的控制权，而受其支配的上市公司股东所持股份达到规定比例、且对该股东的资产和利润构成重大影响的，同样应当按照规定履行报告、公告义务。

²⁵ 投资者及其一致行动人不是上市公司的第一大股东或者实际控制人，其拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的 5%，但未达到 20%的。

²⁶ 投资者及其一致行动人为上市公司第一大股东或者实际控制人，其拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的 5%，但未达到 20%的；或，投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的 20%但未超过 30%的。

²⁷ 收购人拟收购上市公司股份超过 30%，须改以要约方式进行收购。收购人发出全面要约的，应当在要约收购报告中充分披露终止上市的风险、终止上市后收购行为完成的时间及仍持有上市公司股份的剩余股东出售其股票的其他后续安排；收购人发出以终止公司上市地位为目的的全面要约，无须披露第（10）项内容。

	<p>产、业务、人员、组织结构、公司章程等进行调整的后续计划；</p> <p>(5)前 24 个月内投资者及其一致行动人与上市公司之间的重大交易；</p> <p>(6) 不存在利用上市公司的收购损害被收购公司及其股东的合法权益的情形；</p> <p>(7)能够按照规定提供相关文件。 ²⁸</p>	<p>(10)本次收购对上市公司的影响分析；²⁹</p> <p>(11) 未来 12 个月内对上市公司资产、业务、人员、组织结构、公司章程等进行调整的后续计划；</p> <p>(12) 前 24 个月内收购人及其关联方与上市公司之间的重大交易；</p> <p>(13)前 6 个月内通过证券交易所的证券交易买卖被收购公司股票的情况；</p> <p>(14)中国证监会要求披露的其他内容。</p>
--	---	--

在上述报告书内容发生变动时，相关责任人还应对后续的权益变动情况进行再披露。具体地：

(1) 已披露权益变动报告书的投资者及其一致行动人在披露之日起 6 个月内，因拥有权益的股份变动需要再次报告、公告权益变动报告书的，可以仅就与前次报告书不同的部分作出报告、公告；自前次披露之日起超过 6 个月的，投资者及其一致行动人应当按照本章的规定编制权益变动报告书，履行报告、公告义务。

(2) 因上市公司减少股本导致投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的 20%但未超过 30%的情形的，投资者及其一致行动人免于履行报告和公告义务。上市公司应当自完成减少股本的变更登记之日起 2 个工作日内，就因此导致的公司股东拥有权益的股份变动情况作出公告；因公司减少股本可能导致投资者及其一致行动人成为公司第一大股东或者实际控制人的，该投资者及其一致行动人应当自公司董事会公告有关减少公司股本决议之日起 3 个工作日内，按照规定履行报告、公告义务。

(3) 要约收购报告书所披露的基本事实发生重大变化的，收购人应当在该

²⁸ 投资者及其一致行动人为上市公司第一大股东或者实际控制人的，还应当聘请财务顾问对权益变动报告书所披露的内容出具核查意见，但国有股行政划转或者变更、股份转让在同一实际控制人控制的不同主体之间进行、因继承取得股份的除外。投资者及其一致行动人承诺至少 3 年放弃行使相关股份表决权的，可免于聘请财务顾问和提供规定的文件。

²⁹ 包括收购人及其关联方所从事的业务与上市公司的业务是否存在同业竞争或者潜在的同业竞争，是否存在持续关联交易；存在同业竞争或者持续关联交易的，收购人是否已作出相应的安排，确保收购人及其关联方与上市公司之间避免同业竞争以及保持上市公司的独立性

重大变化发生之日起 2 个工作日内，向中国证监会作出书面报告，同时抄报派出机构，抄送证券交易所，通知被收购公司，并予公告。

此外，根据《上市公司重大资产重组管理办法》，上市公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产构成重大资产重组³⁰，且关于重大资产重组的董事会决议公告前，相关信息已在媒体上传播或者公司股票交易出现异常波动时，上市公司应当立即将有关计划、方案或者相关事项的现状以及相关进展情况和风险因素等予以公告，并按照有关信息披露规则办理其他相关事宜。上市公司应当在至少一种中国证监会指定的报刊公告董事会决议、独立董事的意见和重大资产重组报告书摘要，并应当在证券交易所网站全文披露重大资产重组报告书及相关证券服务机构的报告或者意见。上市公司的股东、实际控制人以及参与重大资产重组筹划、论证、决策等环节的其他相关机构和人员，应当及时、准确地向上市公司通报有关信息，并配合上市公司及时、准确、完整地进行披露。上市公司获悉股价敏感信息的，应当及时向证券交易所申请停牌并披露。

控制权变动信息披露的内部控制与外部控制

上市公司控制权变动信息，是对公司运作和投资者权益具有重大影响的敏感信息，公司必须真实、准确、完整、及时、公平地披露相关信息。为此，要求上市公司能够对控制权变动过程中的风险，密切监控，及时发现，准确披露，切实防范，而要做到这一点，就需要上市公司建立一个良好的内部控制机制。根据《上市公司公司治理准则》和《企业内部控制基本规范》等法规的要求，在信息披露方面，良好的内部控制机制，不但要以有效的信息传递机制、风险评估机制和内部监督机制做保障，也要以信息披露义务人履行披露义务和揭示风险的主动性为基础。同时，为了更有效地保护投资者的合法权益不在控制权变动过程中受到侵害，还需要充分发挥专业中介机构的外部监督作用，作为对内部监管的补充和强

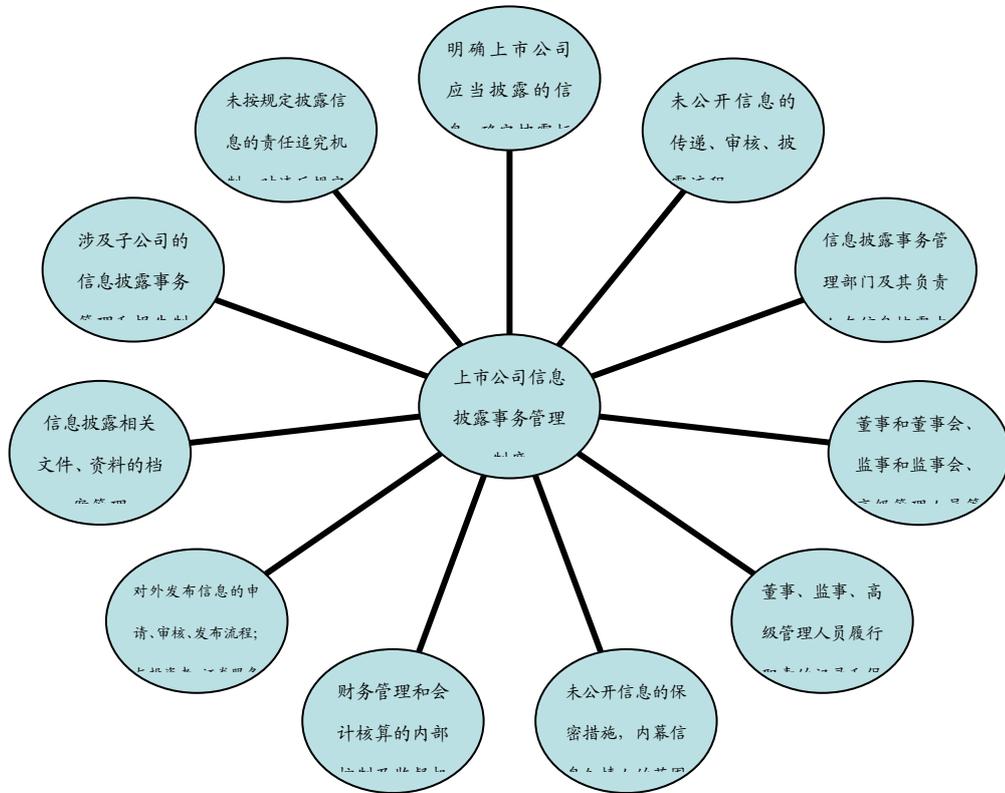
³⁰ (1) 购买、出售的资产总额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 50%以上；(2) 购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到 50%以上；(3) 购买、出售的资产净额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到 50%以上，且超过 5000 万元人民币。

化。

按照《上市公司信息披露管理办法》，上市公司应当制定信息披露事务管理制度，并经公司董事会审议通过，报注册地证监局和证券交易所备案。

在日常运作中，上市公司主要通过定期报告和临时报告的形式完成信息披露工作。为此，上市公司要制定定期报告的编制、审议、披露程序。经理、财务负责人、董事会秘书等高级管理人员应当及时编制定期报告草案，提请董事会审议；董事会秘书负责送达董事审阅；董事长负责召集和主持董事会会议审议定期报告；监事会负责审核董事会编制的定期报告；董事会秘书负责组织定期报告的披露工作。对于重大事件的临时报告，上市公司也要制定报告、传递、审核、披露程序。董事、监事、高级管理人员知悉重大事件发生时，应当按照公司规定立即履行报告义务；董事长在接到报告后，应当立即向董事会报告，并敦促董事会秘书组织临时报告的披露工作。

图 9.1 上市公司信息披露事务管理制度构成



具体到控制权变动信息披露的内控制度，根据《上市公司收购管理办法》，被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查，对要约条件进行分析，对股东是否接受要约提出建议，并聘请独立财务顾问提出专业意见。收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。

以协议方式进行上市公司收购的，自签订收购协议起至相关股份完成过户的收购过渡期内，收购人不得通过控股股东提议改选上市公司董事会，确有充分理由改选董事会的，来自收购人的董事不得超过董事会成员的1/3；被收购公司不得为收购人及其关联方³¹提供担保；被收购公司不得公开发行股份募集资金，不得进行重大购买、出售资产及重大投资行为或者与收购人及其关联方进行其他关联交易。³²上市公司控股股东向收购人协议转让其所持有的上市公司股份的，应当对收购人的主体资格、诚信情况及收购意图进行调查，并在其权益变动报告书中披露有关调查情况。

上市公司董事、监事、高级管理人员、员工或者其所控制或者委托的法人或者其他组织，拟对本公司进行收购或者通过管理办法规定的方式取得本公司控制权（即管理层收购）的，公司应当具备健全且运行良好的组织机构以及有效的内部控制制度，公司董事会成员中独立董事的比例应当达到或者超过1/2。公司应当聘请具有证券、期货从业资格的资产评估机构提供公司资产评估报告，本次收购应当经董事会非关联董事作出决议，且取得2/3以上的独立董事同意后，提交公司股东大会审议，经出席股东大会的非关联股东所持表决权过半数通过。独立董事发表意见前，应当聘请独立财务顾问就本次收购出具专业意见，独立董事及独立财务顾问的意见应当一并予以公告。

上市公司进行重大资产重组，应当由董事会依法作出决议，并提交股东大会批准。董事会应当就重大资产重组是否构成关联交易作出明确判断，并作为董事

³¹关联关系，是指公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员与其直接或者间接控制的企业之间的关系，以及可能导致公司利益转移的其他关系。但是，国家控股的企业之间不仅因为同受国家控股而具有关联关系。

³²收购人为挽救陷入危机或者面临严重财务困难的上市公司的情形除外。

会决议事项予以披露。独立董事应当在充分了解相关信息的基础上，就重大资产重组发表独立意见。重大资产重组构成关联交易的，独立董事可以另行聘请独立财务顾问就本次交易对上市公司非关联股东的影响发表意见。上市公司应当积极配合独立董事调阅相关材料，并通过安排实地调查、组织证券服务机构汇报等方式，为独立董事履行职责提供必要的支持和便利。上市公司与交易对方就重大资产重组事宜进行初步磋商时，应当立即采取必要且充分的保密措施，制定严格有效的保密制度，限定相关敏感信息的知悉范围。

此外，上市公司实际控制人及受其支配的股东，负有配合上市公司真实、准确、完整披露有关实际控制人发生变化的信息的义务。控股股东及其关联方未清偿其对公司的负债，未解除公司为其负债提供的担保，或者存在损害公司利益的其他情形的，被收购公司董事会应当对前述情形及时予以披露，并采取有效措施维护公司利益。实际控制人及受其支配的股东拒不履行信息披露配合义务，上市公司董事会应当向实际控制人和受其支配的股东查询，必要时可以聘请财务顾问进行查询；实际控制人存在不得收购上市公司情形的，上市公司董事会应当拒绝接受受实际控制人支配的股东向董事会提交的提案或者临时议案；导致上市公司无法履行法定信息披露义务而承担民事、行政责任的，上市公司有权对其提起诉讼。

除上述内部控制措施外，上市公司在履行控制权变动信息披露义务时，还应按照相关法规的规定，聘用证券服务机构发挥其应有的外部监督作用。信息披露义务人应当向其聘用的证券服务机构提供与执业相关的所有资料，并确保资料的真实、准确、完整，不得拒绝、隐匿、谎报。上市公司及交易对方聘请证券服务机构的，应当立即与所聘请的证券服务机构签署保密协议。

表 9.5 证券服务机构的信息披露职责

机构名称	职 责
会计师事务所	应当秉承风险导向审计理念，严格执行注册会计师执业准则及相关规定，完善鉴证程序，科学选用鉴证方法和技术，充分了解被鉴证单位及其环境，审慎关注重大错报风险，获取充分、适当的证据，合理发表鉴证结论。
资产评估机构	应当恪守职业道德，严格遵守评估准则或者其他评估规范，恰当选择评估方法，评估中提出的假设条件应当符合实际情况，对评估对象所涉及交易、收入、支出、投资等业务的合法性、未来预测的可靠性取得充分证据，充分考虑未来各种可能性发生的概率及其影响，形成合理的评估结论，出具资产评估报告。
财务顾问 (收购人聘请)	对收购人进行证券市场规范化运作的辅导，使收购人的董事、监事和高级管理人员熟悉有关法律、行政法规和中国证监会的规定，充分了解其应当承担的义务和责任，督促其

	依法履行报告、公告和其他法定义务；对收购人是否符合法规规定及申报文件内容的真实性、准确性、完整性进行充分核查和验证，对收购事项客观、公正地发表专业意见。
独立财务顾问 (董事会或独立 董事聘请)	不得同时担任收购人的财务顾问或者与收购人的财务顾问存在关联关系。应当根据委托进行尽职调查，对收购的公正性和合法性发表专业意见。应当审慎核查重大资产重组是否构成关联交易，并依据核查确认的相关事实发表明确意见，并就重组对上市公司非关联股东的影响发表明确意见。
律师事务所	应当审慎核查重大资产重组是否构成关联交易，并依据核查确认的相关事实发表明确意见。

证券服务机构及其从业人员应当勤勉尽责、诚实守信，按照依法制定的业务规则、行业执业规范和道德准则发表专业意见，保证所出具文件的真实性、准确性和完整性。证券服务机构在其出具的意见中采用其他证券服务机构或者人员的专业意见的，仍然应当进行尽职调查，审慎核查其采用的专业意见的内容，并对利用其他证券服务机构或者人员的专业意见所形成的结论负责。证券服务机构在为信息披露出具专项文件时，发现上市公司及其他信息披露义务人提供的材料有虚假记载、误导性陈述、重大遗漏或者其他重大违法行为的，应当要求其补充、纠正。信息披露义务人不予补充、纠正的，证券服务机构应当及时向公司注册地证监局和证券交易所报告。

控制权变动信息披露的监管措施与法律责任

以上关于控制权变动信息披露的制度安排与法律规定，最终还需要相应的监管制度来加以督促和落实，也需要对应的法律责任对违规违法行为加以必要的惩戒，以便对通过控制权变动损害投资者和中小股东合法权益的行为形成威慑。

目前，涉及控制权变动信息披露的监管措施与法律责任可分为三个层面，一是国家法律层面的《刑法》和《证券法》；二是监管机构部门规章层面的《上市公司信息披露管理办法》、《上市公司收购管理办法》和《上市公司重大资产重组管理办法》；三是证券交易所层面的业务规则。

证监会的监管职能在新的《证券法》中有明确的规定，其与证券交易所在控制权变动信息披露中可以采取的监管措施也在相关法规中有明确的体现。

根据《上市公司信息披露管理办法》，证监会依法对信息披露文件及公告的情况、信息披露事务管理活动进行监督，对上市公司控股股东、实际控制人和信

息披露义务人的行为进行监督，并可以要求上市公司及其他信息披露义务人或者其董事、监事、高级管理人员对有关信息披露问题作出解释、说明或者提供相关资料，并要求上市公司提供证券服务机构的专业意见。证券交易所则应当对上市公司及其他信息披露义务人披露信息进行监督，督促其依法及时、准确地披露信息。

在控制权变动信息披露的具体监管方面，《上市公司收购管理办法》要求上市公司实际控制人及受其支配的股东，负有配合上市公司真实、准确、完整披露有关实际控制人发生变化的信息的义务；实际控制人、控股股东指使上市公司及其有关人员不依法履行信息披露义务的，证监会依法进行查处。上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人，未按照规定履行报告、公告以及其他相关义务的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。上市公司董事未履行忠实义务和勤勉义务，利用收购谋取不当利益的，中国证监会采取监管谈话、出具警示函等监管措施，可以认定为不适当人选。

表 9.6 证监会依法可采取的监管措施一览表

《证券法》规定的一般监管措施	部门规章针对信息披露违规人员 ³³ 的监管措施
(1) 对相关机构进行现场检查； (2) 进入涉嫌违法行为发生场所调查取证； (3) 询问当事人单位和个人，并要求作出说明； (4) 查阅、复制与被调查事件有关的财产权登记、通讯记录等资料； (5) 查阅、复制与交易和财务会计相关的文件和资料，必要时，可以封存； (6) 查询相关资金账户、证券账户和银行账户，必要时，可以冻结或者查封； (7) 必要时，可以在规定时间内限制被调查事件当事人的证券买卖。	(1) 责令改正； (2) 监管谈话； (3) 出具警示函； (4) 将其违法违规、不履行公开承诺等情况记入诚信档案并公布； (5) 证券市场禁入； (6) 责令停止收购，或停止重组活动； (7) 行政处罚（如罚款）； (8) 依法移送司法机关，追究刑事责任； (9) 依法可以采取的其他监管措施。

《上市公司重大资产重组管理办法》则进一步要求上市公司及其董事、监事、高级管理人员，重大资产重组的交易对方及其关联方，交易对方及其关联方的董事、监事、高级管理人员或者主要负责人，交易各方聘请的证券服务机构及其从

³³ 适用对象包括信息披露义务人及其董事、监事、高级管理人员，上市公司的股东、实际控制人、收购人及其董事、监事、高级管理人员，为上市公司收购出具资产评估报告、审计报告、法律意见书和财务顾问报告的证券服务机构或者证券公司及其专业人员。

业人员，参与重大资产重组筹划、论证、决策、审批等环节的相关机构和人员，以及因直系亲属关系、提供服务和业务往来等知悉或者可能知悉股价敏感信息的其他相关机构和人员，在重大资产重组的股价敏感信息依法披露前负有保密义务，禁止利用该信息进行内幕交易。

根据《证券法》的规定，证监会对于在控制权变动信息披露中违法的上市公司或者其他信息披露义务人除可采取警告、责令改正、记入诚信档案、市场禁入等行政措施外，还可酌情对其处以三十万元以上六十万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员可处以三万元以上三十万元以下的罚款。还可根据实际情况，责令依法处理非法持有的股票，没收违法所得，并处以买卖股票等值以下的罚款。针对利用证券交易内幕信息买卖证券，或者泄露该信息，或者建议他人买卖证券的犯罪行为，证监会可责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足三万元的，处以三万元以上六十万元以下的罚款。单位从事内幕交易的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以三万元以上三十万元以下的罚款。证券监督管理机构工作人员进行内幕交易的，从重处罚。若证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，证监会将责令改正，没收业务收入，暂停或者撤销证券服务业务许可，并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，撤销证券从业资格，并处以三万元以上十万元以下的罚款。

表 9.7 证券交易所依法可采取的监管措施一览表

对信息披露事务的日常监管措施	对信息披露违规人的惩戒措施
(1) 要求公司及相关信息披露义务人或者其董事（会）、监事（会）、高级管理人员对有关问题作出解释和说明； (2) 要求公司聘请相关中介机构对所存在的问题进行核查并发表意见； (3) 发出各种通知和函件等； (4) 约见有关人员； (5) 向中国证监会报告有关违法违规行； (6) 其他监管措施。	(1) 通报批评； (2) 公开谴责； (3) 公开认定其不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员，以及建议公司更换董事会秘书； (4) 依法报中国证监会查处。

除了以上行政监管措施外，根据现行法规的规定，对于控制权变动信息披露方面出现的涉嫌犯罪行为，包括上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信

息披露义务人未在规定期限内履行信息披露义务，或者在报告、公告等文件中有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的；上市公司通过隐瞒关联关系或者采取其他手段，规避信息披露、报告义务的；上市公司股东、实际控制人未依法配合上市公司履行信息披露义务的，或者非法要求上市公司提供内幕信息的；涉嫌虚假信息披露、操纵证券市场的；任何机构和个人泄露上市公司内幕信息，或者利用内幕信息买卖证券及其衍生品种的；为重大资产重组出具财务顾问报告、审计报告、法律意见、资产评估报告及其他专业文件的证券服务机构及其从业人员未履行诚实守信、勤勉尽责义务，所制作、出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，等等，证券监管机构还可根据《刑法》和《证券法》规定，将相关案件移交司法机关，对相关责任人追究法律责任。

2006年颁布的《刑法修正案（六）》增加了对侵占上市公司财产罪的规定。若依法负有信息披露义务的公司、企业向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告，或者对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露，严重损害股东或者其他利益，或者有其他严重情节的，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处三年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处二万元以上二十万元以下罚金。上市公司的董事、监事、高级管理人员违背对公司的忠实义务，利用职务便利，操纵上市公司，并致上市公司利益遭受重大损失的，处三年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；致使上市公司利益遭受特别重大损失的，处三年以上七年以下有期徒刑，并处罚金。上市公司的控股股东或者实际控制人，指使上市公司董事、监事、高级管理人员实施上述犯罪行为的，无论是单位还是个人，也要承担上述法律责任。

2009年颁布的《刑法修正案（七）》又专门对证券内幕交易犯罪的法律责任作了规定。证券、期货交易内幕信息的知情人员或者非法获取证券、期货交易内幕信息的人员，在涉及证券的发行，证券、期货交易或者其他对证券、期货交易价格有重大影响的信息尚未公开前，买入或者卖出该证券，或者从事与该内幕信息有关的期货交易，或者泄露该信息，或者建议他人从事上述交易活动，情节严重的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金；情节特别严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处违法所得一倍以上五倍以下罚金。基金管理公司、证券公司、商业银行或者其他金融机构的工作人

员，利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的经营信息，违反规定，从事与该信息相关的交易活动，或者建议他人从事相关交易活动，情节严重的，也要承担与之相应的法律责任。

虽然，以上事实表明，针对内幕交易的法律规定有趋于具体化的趋势；但在缺乏一部《反内幕交易法》的条件下，对内幕交易的民事责任还缺乏系统性的规定，对内幕交易的认定和处罚还没有明晰的法律依据，因此，因内幕交易而遭受经济损失的市场主体的利益很难得到补偿。尽管，修改后的行政处罚数额和刑事处罚量刑都有提高，但与违法者从内幕交易中获得的巨大利益相比，仍不够严苛，³⁴难以充分发挥法律的威慑力来有效遏制内幕交易行为的发生。而且，目前针对内幕交易的处罚规定，仅仅考虑了利用内幕信息购买股票牟利的情况，而未包括利用内幕信息提前离场避免损失的情况，因此，相应的处罚措施也是局限于比照非法所得及非法持有的证券，存在很大的漏洞和不合理性。此外，由于中国行政复议和行政诉讼中的基本原则，是行政机关有义务证明自己的具体行政行为具有合法性和合理性，否则将被设定为行政行为违法。所以，在内幕交易案件的认定过程中，证监稽查人员必须要找到确实、充分的证据来证明相关主体实施了内幕交易行为。而在复杂的实践中这又是非常困难的，于是，很多案件因为受限于证明责任而难以被认定，这在很大程度上助长了内幕交易行为的发生。

控制权变动信息披露的执行状况

在 2008 年度的《中国公司治理报告》中，我们专门就上市公司的“透明度与信息披露”问题进行了全面的分析研究。研究表明，虽然通过不断建章建制，中国上市公司信息披露制度取得了长足进步，信息透明度已日益增强，但在实践中，上市公司信息披露仍在一定程度上存在“重量不重质”的倾向。随着信息披露数量的大幅度增加，受处分的上市公司信息披露违规行为也同步日益增加。信息披露不真实、信息披露不充分、信息披露不及时和信息披露不规范，是较为集中的四类上市公司信息披露违规情况，其中又以信息披露不及时为最甚。

由于控制权变动信息属于对股价变动和股东价值有重要影响的敏感信息，因

³⁴ 中国当前对内幕交易的罚款最高额仅占美国最高罚款额的 1/32。

此，相关信息披露的及时性要求意义更为重大，违规者往往就是利用信息披露的不及时、不完整与不对等来实施内幕交易，以一己之利损害中小股东的权益。

根据上海证券交易所研究中心创新实验室发布的《上海证券市场市场监查质量报告（2008）》的研究结果，上市公司信息披露义务人利用包括收购兼并、资产重组等重大事项信息披露实施内幕交易的可能性要远高于定期报告。

该报告通过统计重大事件前的累积超额收益率判断市场整体上是否存在内幕交易。表 9.8 统计了 2001 至 2007 年以来各次重大信息披露公告前 10 个交易日的平均累积超额收益率。结果显示，从年报披露来看，在净利润增加 300%以上、100—300%、50—100%或扭亏为盈等几类事件中，平均累积超额收益率都较低（2007 年除外），说明该信息已提前正式披露过（业绩预警）或存在较少的信息泄露；2007 年数据则说明可能存在比较严重的信息泄露（已非个别投资者的内幕交易，而是一小部分人的“公开”信息），这可能与 2007 年特殊的市场环境（投资者人数剧增、市场指数快速上涨、信息的价值大幅提高以及网络加速了信息传播等）有关。从年报业绩预警来看，相比 2001 至 2004 年，2005 至 2007 年的累积超额收益相对不明显。2001 年年报业绩预警（增 50%-100%）披露前 10 个交易日平均累积超额收益率达 13.25%，2004 年也达 3%以上，2005 至 2007 年则相对较少；2001 至 2004 年年报业绩预警（续亏）披露前 10 个交易日平均累积超额收益率达-7.9%、-3.4%、-9.9%、-11.7%，说明可能存在较严重的信息泄露，而最近三年则显著降低。其他类型的年报业绩预警的平均累积超额收益率统计说明整体内幕交易不明显，其可能的原因是投资者可从季报业绩预警推测年报收益，因而市场反应没那么显著。

从季报业绩预警（含半年报）来看，近三年的预增或扭亏业绩预警披露前 10 个交易日平均累积超额收益率要高于前几年，预减业绩预警要低于前几年，说明近三年季报业绩预警信息泄露的可能性较大。

从红利分配信息披露来看，送股或转增比例超过 50%的信息比分红超过 0.5 元/股信息更值钱，平均累积超额收益率一直高于 5%以上，存在内幕交易的可能性也更大。

从重大事项信息披露来看，报告统计了债务重组、收购兼并、资产置换、股权转让及违规五个重大事项的信息披露前 10 个交易日的平均累积超额收益率，

可以看出,近三年(2005至2007)的平均累积超额收益率要明显高于前几年(2001至2004),其平均累积超额收益率也要高于年报业绩预告、季报业绩预告及年报及分配信息,说明可能存在较严重的内幕交易情况。

综合以上分析,该报告得出如下结论:(1)一般地,年报业绩预告、季报业绩预告的信息泄露比年报披露的信息泄露可能性要大;2007年年报信息披露的平均累积超额收益率比较高;(2)送股或转增比例超过50%的信息比分红超过0.5元/股信息更值钱,存在内幕交易的可能性也更大;(3)重大事项信息披露的平均累积超额收益率最高,存在内幕交易的可能性最大;(4)近三年各项信息披露的平均累积超额收益率显著比前几年高,说明近年来存在内幕交易的可能性趋高。

这一研究结论从一个侧面说明,加强对披露重大事项信息的临时性信息披露的监管,应该是防范内幕交易的重点所在。

表 9.8 上交所上市公司重大信息披露公告前累积超额收益率统计

信息披露类型		样本	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
年 报 披 露	增 300%以上	200	1.27%	0.45%	1.38%	0.65%	1.36%	1.23%	8.29%
	增 100%-300%	2327	1.11%	1.57%	0.42%	1.5%	0.2%	1.46%	5.74%
	增 50%-100%	1310	-0.22%	1.43%	-0.77%	0.15%	-1.98%	-0.88%	5.70%
	扭亏为盈	278	3.1%	3.35%	0.65%	1.85%	0.01%	1.37%	6.72%
年 报 业 绩 预 警	增 100%以上	212	-	-	-0.86%	4.07%	2.98%	0.84%	-1.35%
	增 50%-100%	469	13.25%	2.17%	0.53%	3.09%	2.3%	0.04%	-0.69%
	减 50%以上	255	-	-2.59%	-2.18%	-1.68%	-0.41%	-1.66%	3.93%
	扭亏	304	0.59%	-0.61%	-3.91%	-3.13%	3.52%	-1.98%	0.54%
	续亏	176	-7.89%	-3.35%	-9.85%	-11.71%	-0.38%	-5.86%	-3.12%
	首亏	333	-	-3.71%	-7.58%	-5.82%	-3.09%	-1.27%	1.63%
季 报 业 绩 预 警	增 100%以上	479	-	-	0.82%	3.18%	2.92%	6.22%	4.29%
	增 50%-100%以上	890	-	0.66%	1.34%	1.83%	3.09%	2.91%	-1.46%
	扭亏	334	-	-1.88%	1.37%	0.73%	-2.17%	2.37%	4.27%
	减 50%以上	402	-0.83%	0.48%	-1.26%	-4%	-3.59%	-5.07%	-2.02%
分 配	送股或转增比例超过 50%	478	5.83%	5.65%	5.28%	5.66%	4.56%	2.55%	11.44%

	分红超过 0.5 元/股	62	1.55%	2.47%	3.2%	3.39%	4.58%	1.28%	6.74%
重 大 事 项	债务重组（偏利好）	184	3.88%	5.16%	3.27%	4.91%	5.5%	7.34%	11.23%
	债务重组（偏利空）	205	-1.53%	-3.64%	-5.56%	-4.71%	-6.33%	-7.06%	-11.63%
	收购兼并（偏利好）	328	-	-	4.33%	5.29%	5.82%	6.44%	9.92%
	收购兼并（偏利空）	314	-	-	-2.85%	-5.34%	-4.79%	-6.27%	-9.33%
	资产置换（偏利好）	148	-	3.76%	2.42%	5.63%	6.45%	5.91%	9.98%
	资产置换（偏利空）	141	-1.25%	-0.16%	-3.98%	-4%	-4.21%	-6.69%	-7.67%
	股权转让（偏利好）	2071	4.01%	3.15%	3.74%	5.03%	5.34%	6.99%	10.15%
	股权转让（偏利空）	2078	-2.73%	-2.93%	-4.41%	-4.83%	-5.24%	-5.97%	-8.4%
	违规	251	-1.5%	-1.82%	-6.49%	-0.99%	-2.17%	-2.84%	1.55%

注 1：超额收益率定义为公告日前 10 个交易日个股收益率减去同日市场收益率，按样本数平均。

注 2：前 10 交易日不含重组或股改后上市首日，新股上市首年的年报净利润增长率或亏损率也不在统计范围。

注 3：按信息发布日（首次）进行统计，业绩预告以首次预告时间进行统计，如 2006 年年报或预增公告，如果公布时间在 2007 年 1 月则按 2007 样本统计。

注 4：年报披露、年报业绩预告、季报（含半年报）的增长比率为净利润增长率或亏损率，统计范围只含每股收益为正的股票。

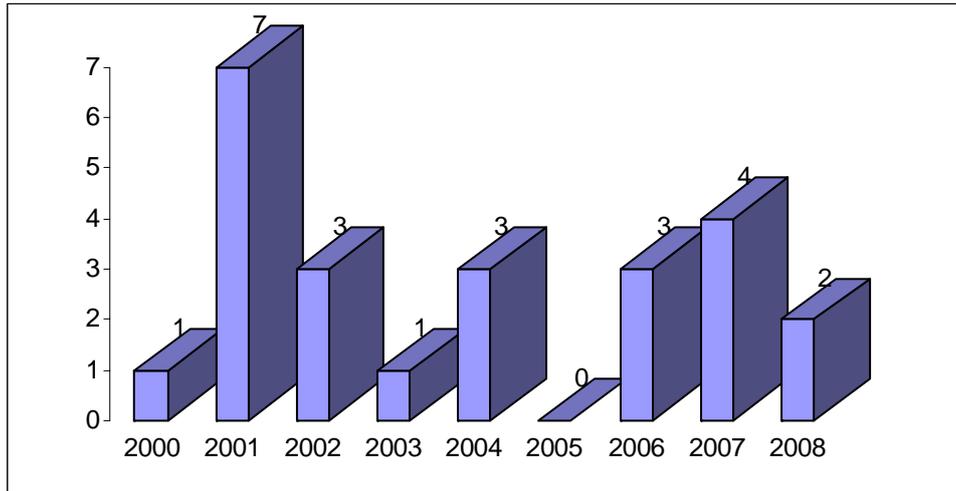
注 5：债务重组含债务减免等，对偏利好、利空主要根据市场表现，部分结合人为判断，可能存在小部分偏差，但总体上误差不大。

数据来源：天相行情系统（日行情数据）、Wind 资讯系统（各信息披露类型及重大事件）

如果说以上研究结论，还只是利用统计分析工具对上市公司信息披露义务人运用包括控制权变动在内的重大事项信息披露从事内幕交易的可能性所作的判断，那么，进一步考察上市公司控制权变动信息披露的违规情况，也说明，上市公司控制权变动信息披露的现状也并不令人十分满意。

根据有关统计数据，1996-2008 年期间，中国证监会和沪深证券交易所一共处罚了 492 起上市公司信息披露违规事件，其中，与控制权变动信息披露有关的违规事件达到 24 起，占 4.9%。需要说明的是，受统计数据的局限，尚无法在定期报告信息披露违规事件统计中，区分出涉及控制权变动信息披露违规的数量，因此，上市公司与控制权变动信息披露有关的违规事件数量实际上是远大于 24 起的。

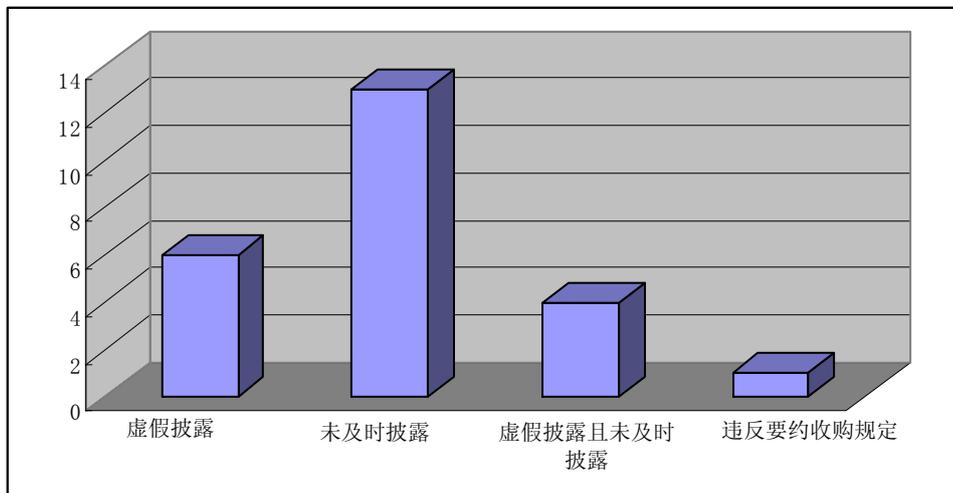
图 9.2 上市公司涉及控制权变动信息披露违规的总体情况（单位：起数）



数据来源：Wind 资讯系统

在明确被确认为与控制权变动信息披露有关的这 24 起违规事件中，违规原因因为未及时披露相关信息的事件多达 17 起(包括同时存在虚假信息披露的 4 起)，占比高达 70.8%。这进一步说明，在控制权变动信息披露方面，信息披露不及时是最大的隐患，它为违规者利用相关信息从事内幕交易提供了极大的可能。

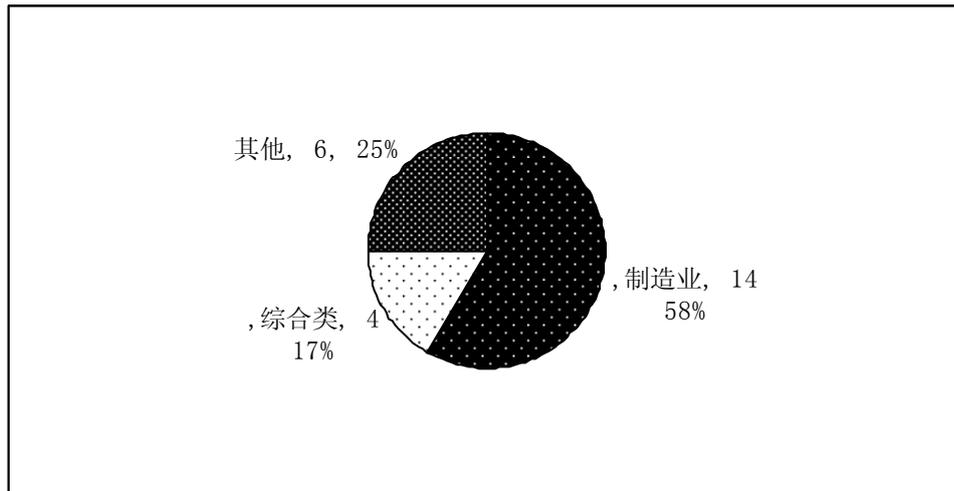
图 9.3 上市公司涉及控制权变动信息披露违规的分布情况（按违规原因）（单位：起数）



数据来源：Wind 资讯系统

在 24 起控制权变动信息披露违规事件中，违规主体尤以制造业上市公司为多，共计 14 起，占比 58.3%。这一分布状况既与制造业上市公司数量在上市公司总数中占比最高的事实相关联，也与制造业上市公司中控制权变动情况发生较多的背景相符合。

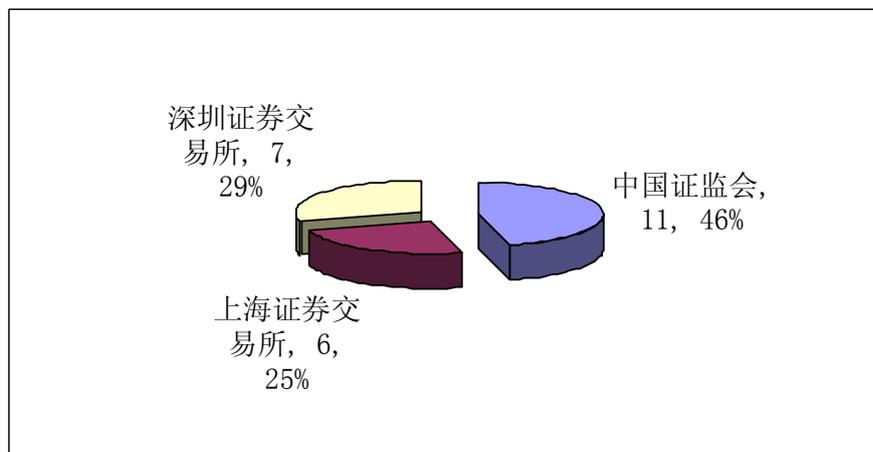
图 9.4 上市公司涉及控制权变动信息披露违规的分布情况（按公司所处行业）（单位：起数）



数据来源：Wind 资讯系统

报告中关于上市公司控制权变动信息披露违规的统计，是以上市公司因控制权变动信息披露违规受到中国证监会和沪深证券交易所程度不同的处罚为标准的，因此也可以说，受到处罚是列入违规统计范畴的前置条件。

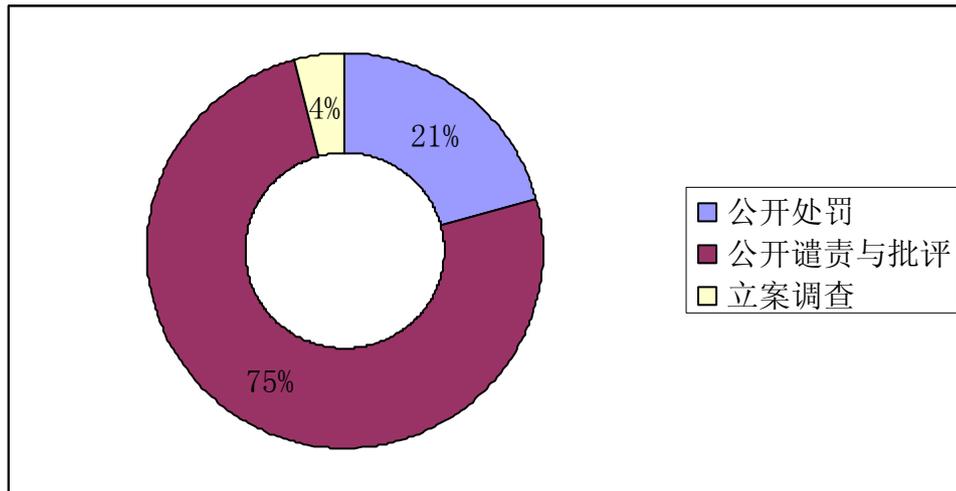
图 9.5 上市公司因控制权变动信息披露违规受处罚的情况（按处罚主体）（单位：起数）



数据来源：Wind 资讯系统

从统计数据来看，违规上市公司所受到的处罚主要以公开谴责和公开批评为主。在 24 起违规事件中，只有 1 家上市公司被立案调查，另外，各有 2 家上市公司因控制权变动信息披露违规被分别处以 30 万元和 50 万元的罚款。

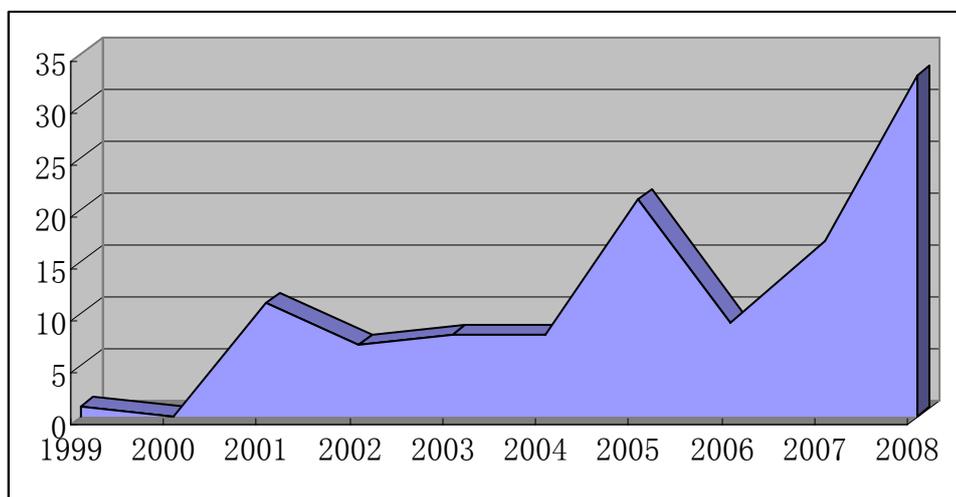
图 9.6 上市公司因控制权变动信息披露违规受处罚的情况（按处罚结果）（单位：起数）



数据来源：Wind 资讯系统

除了证券监管机构的行政处罚手段以外，在现有法律框架之下，中小股东在自身合法权益因控制权变动而产生威胁或受到损害时，还可以通过司法手段来实行自我救济。统计数据显示，近年来，在股权变动方面，股东的自我维权行动要远高于行政监管的结果。仅 2008 年一年，上市公司涉及股权变动的诉讼案件就达到 33 起。

图 9.7 上市公司涉及股权变动的诉讼案件（单位：起数）

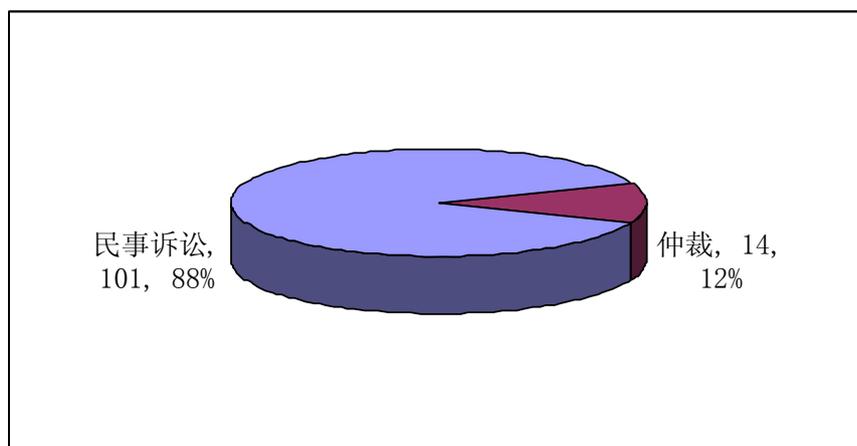


数据来源：Wind 资讯系统

在有统计数据的 1999-2008 年间，上市公司总共发生 115 起涉及股权变动纠纷的诉讼案件，就解决方式而言，主要以民事诉讼为主，也有少量的诉诸于仲裁方式。实际上，如果从救济成本的角度来衡量，仲裁是较民事诉讼更为经济的一

种救济方式。

图 9.7 上市公司股权变动案件的司法救济方式分布（单位：起数）



数据来源：Wind 资讯系统

除了在资本市场上攫取不当得利的动机以外，控制权变动下内幕交易频生的一个重要原因还在于，在现有国资管理体制下，国有控股上市公司发生并购重组、定向增发、借壳上市等重大事项时，由于涉及国有控股股东权益的变化，决策与审批链条很长，信息不对称的情况十分普遍，内幕信息扩散范围广。此外，由于长期以来条块分割，对个人收入来源和个人财产账户缺乏统一监管，造成货币资产在个人之间能够随意转移，从而为违法者借用他人账户或与他人共谋来获取内幕交易得利提供了方便。³⁵在查处内幕交易案件时，调查取证工作还涉及银行、通信、公安、司法等多部门，在现行的证监稽查体制下，还缺乏一个合理有效的多部门协作办案的机制，这也为有效打击内幕交易违法行为形成阻碍。

虽然《证券法》规定证券监管机构可以将涉及信息披露犯罪和内幕交易犯罪的相关案件移交司法机关，对相关责任人追究法律责任，但实际上，直到 2009 年初《刑法》才以修正案的形式对内幕交易罪的量刑有了明确的规定。在司法实践中，由于内幕交易罪的立案和审理均需要非常专业的侦缉手段和判定标准，给此类案件的受理和审理也带来了不小的难度，这是造成一般投资者感觉内幕交易问题十分常见而司法惩戒结果少之又少的重要原因。新浪网的一项网上调查³⁶显

³⁵ 在轻骑集团内幕交易案中，该集团利用 2 个机构帐户和 11 个人帐户进行内幕交易，千方百计逃避监管。在杭萧钢构案件中，内幕交易人利用的诸多帐户中竟然包括一位去世已 3 年的老太肖金莲的帐户，令人匪夷所思。

³⁶ 资料来源：www.thebeijingnews.com，《新京报》2007 年 12 月 28 日。

示，对“上市公司并购重组中存在内幕交易是否普遍？”的选项，回答者认为“非常严重”的占 93.38%，对“证监会新规能否解决问题？”的选项，认为“不清楚”的占 56.62%，认为“不能”的占 33.09%。这表明，在内幕交易方面社会公众对有关行为主体的诚信度和执法惩处的执行力存在明显的不满意。

为了改善内幕交易案件查办难的问题，中国目前急需根据世界通行的做法，制定一部对内幕交易进行规制的专门法律，解决现有法律涉及内幕交易的条文规定较为笼统、缺乏专业性和针对性的不足，对内幕交易案件的识别、判定和制裁提供明确的法律依据，从而提高执法部门打击内幕交易的有效性和主动性。为了有效地开展内幕交易案件的调查工作，中国证监会有关部门曾在 2007 年制定了《内幕交易行为认定指引》，并转呈至最高人民法院，期待后者出具相应的司法解释。但时至今日，该指引并未得到司法认可，仅作为证监系统稽查部门内部的指导性规则，而不具有任何法律效力。

控制权变动信息披露与投资者保护

促进市场健康发展与切实保护投资者合法权益，是证券市场法律制度设计中相辅相成、不可或缺的两个方面。中小投资者对企业经营状况的反应，主要依赖于公开信息，因此信息披露是否真实、准确、完整、及时和公平，对于切实保护投资者合法权益有着特殊的意义。

在证券市场中，信息不完全与信息不对称是客观存在的。具体到控制权变动活动中，收购人、目标公司管理层以及证券经营机构在市场上居于主动地位，极易形成对市场交易信息的垄断；而一般投资者则处于弱势地位，信息掌握与分析能力的先天不足，很难获得其理性投资所需的充分信息，其利益最易受到损害。如果中小投资者在证券市场信息本不对称的情况下，于基本制度框架内再找不到一个让公司信息披露义务人如实披露信息的有效制度，其投资信心会逐步被削弱，必然会选择“用脚投票”，或者只能盲目投资，从而影响到整个证券市场的健康发展。

当然，在具体实践中，控制权变动是灵活多样的市场行为，任何精细的法律规定也是无法对其做到准确的一一对应的，这一点诚如《香港收购与合并守则》

所言，“订立详尽的规则，以便涵盖所有因（收购）要约而可能导致的情况，并不切实可行。”但是，这也并非宣告法律制度在控制权变动过程中对保护投资者合法权益无所作为，保护投资者的根本原则可以作为基本法律精神贯穿于规范控制权变动的法规始终，从而引导上市公司及其实际控制人在实施控制权变动时重视维护投资者的合法权益。

根据国际经验及国内市场实践，在控制权变动信息披露方面，应保证一些以保护目标公司股东的合法权益为主旨的基本原则的贯彻与执行。

1. 股东平等待遇原则

股东平等待遇原则，在英国和香港地区的收购法中不仅在具体规定中得以贯彻，而且被明确规定为一项一般原则；而美国、加拿大、日本等国家在收购法中，则是通过具体的法律规定来体现股东平等待遇原则精神的。

该原则是公司法理中股东平等原则的体现，是指公司在基于股东资格而发生的法律关系中，不得在股东间实行不合理的不平等待遇，并应按股东所持有股份的性质和数额实行平等待遇的原则。在这一原则下的股份平等，要求实现同股同权，同股同利；但不应将平等停留于形式意义之上，而应追求实质上、机会上的平等。具体到信息披露方面，一方面涉及控制权变动的全面资料应均等给予目标公司全体受约股东，而不允许将其只提供给部分股东；另一方面，所有股东在获取信息上均享有平等的、充分的权利，这与其股份持有的数额及身份、地位等因素无关。

2. 信息公开原则

根据这一原则，涉及控制权变动公司的经营者有在收购要约公告后若干时间内，将对收购的客观、公正的评价，报告给全体股东的义务。而且，如果并购重组信息已在媒体上传播或公司股票交易出现异常时，上市公司应当向相关股东问询，相关股东负有配合信息披露的义务，应该及时书面回复。

由于公司经营者也是追求自身利益最大化的理性人，他们在股东利益和自身利益发生冲突时，可能会以维护自身利益为先，而客观或主观损害股东利益。因此，对公司经营者的信息公开义务应建立有力的监督机制，确保其作出的对收购的评价必须客观、真实、全面、专业。

《上市公司收购管理办法》规定了上市公司的董事、监事和高级管理人员对

其所任职的上市公司及其股东负有诚信义务。这一规定，是判断公司管理层履行信息披露义务行为是否合法的重要标准。据此，当收购人将收购要约报告书通知目标公司后，在收购要约未发出前，其董事会就应当聘请独立财务顾问等专业机构，分析公司的财务状况，就收购要约条件是否公平合理、收购可能对公司产生的影响等事宜提出专业意见，就是否接受收购要约向股东提出建议。如果目标公司管理层、员工作为收购人进行收购的，公司的独立董事应当聘请独立财务顾问等专业机构，分析可能对公司产生的影响等事宜，提出符合独立性与公正性的专业意见。收购人对收购要约条件作出重大更改的，目标公司董事会应补充董事会报告书，独立董事应当发表补充意见，并进行公告。

3. 禁止内幕交易原则

对于控制权变动行为而言，除了要在信息披露方面保证真实、准确、完整、及时和公平以外，还应从保护投资者的角度出发，特别加强对利用控制权变动信息从事损害上市公司利益和投资者权益的内幕交易的禁止与监管。

当前各国对内幕交易进行法律规制所遇到的最大难题，就是内幕交易如何认定即内幕交易的归责理论问题。以美国为例，其内幕交易归责理论是随着判例的发展而不断充实的，大致分为：（1）占有理论，认为利用内幕信息交易证券举证十分困难，故归责只须证明占有信息即可，无须证明交易是否依据信息成立。（2）信赖责任理论，认为公司的内部人和大股东与公司间存在着信赖关系，这种关系足以使他们了解公司的内幕信息，当他们购买本公司股票时有向本公司其他股东或交易对手告知信息的义务。（3）窃取理论，该理论是信赖责任理论的补充，认为即使消息获得者与发行公司或其他股东间无信赖关系，基于合同或其他关系获得信息者对他人亦负有责任。（4）信息泄露理论，认为掌握内幕信息者从事交易应负法律责任，将内幕信息泄露他人致他人从事交易者即使泄露者不从事交易，其与交易者也都应承担连带责任。（5）临时内部人理论，该理论对于律师、会计师、承销商、投资顾问等承担内幕交易的法律责任具有意义。近年来，美国对内幕交易归责原则的规定有从客观归责原则向主客观相结合的归责原则发展的趋势。³⁷

³⁷即原先对内幕交易的认定中多无须证明其有无过错的主观动机，其行为已足以表明其利用内幕人之地位牟取私利的意图之存在，而现在多要求“投机性滥用内幕信息”。这一变化，主要是美国针对其存在的对内幕交易行为滥诉现象而采取的对策。

中国证监会的《上市公司信息披露管理办法》已明确规定，“任何机构和个人不得非法获取、提供、传播上市公司的内幕信息，不得利用所获取的内幕信息买卖或者建议他人买卖公司证券及其衍生品种，不得在投资价值分析报告、研究报告等文件中使用内幕信息。”“媒体应当客观、真实地报道涉及上市公司的情况，发挥舆论监督作用。任何机构和个人不得提供、传播虚假或者误导投资者的上市公司信息。”违反上述规定，给投资者造成损失的公司和个人要依法承担赔偿责任。但是，国内立法对于内幕交易及其民事责任的规定仍有许多不足之处。虽然，《证券法》第七十三条规定，“禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动”，并在第七十四条中，详尽罗列了证券交易内幕信息知情人的范畴³⁸，但鉴于中国社会人际交往传统下的亲属、朋友、同学、同乡之间的关系都非常密切，借助与内幕信息知情人的关联关系获取内幕消息的容易程度与监管部门透过错综复杂的关系来认定内幕交易的复杂程度之间往往呈现极大的反差，造成内幕交易违法成本的低廉。此外，尽管《证券法》也规定“内幕交易行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任”；但在如何认定损失、如何实施赔偿等环节上，均无对应执行的实施细则。

专栏 9.1 券商内幕交易第一案有了结果

2009年3月27日下午，中国“券商内幕交易第一案”有了终审结果，广州市中级人民法院宣判驳回广发证券原总裁董正青等三名被告人的上诉请求，维持原判。

相比一审宣判后大呼“冤枉”、就地打滚等激动行为，即将面临4年牢狱之灾及罚款300万的董正青此次情绪十分平和，当庭表示“我没有犯罪，但我尊重法律判决”。最后更面带微笑与旁听家属告别。

一审：泄露内幕信息牟利获刑

2006年2月到5月，董正青利用自己作为广发证券总裁、主导借壳上市的工作之便，将广发证券即将借壳延边公路的信息透露给其弟董德伟。董德伟遂在此期间投入7000余万元，购入数百万股延边公路，并在股票价格敏感期内通过买进和卖出，共获利5000余万元，随后通过提现和转账的方式提取本金及获利共计1亿余元。

同时，董正青还把内幕信息透露给同学——中安投资实业有限公司的老总赵书亚。赵书亚于2006年5月12日及5月15日，共投入210余万元，购入49万余股延边公路。5月底，赵书亚卖出30余万股，获利100余万元。

天河区法院经审理后认定董正青犯泄露内幕信息罪，判处其有期徒刑4年，并处罚金300万元；董德伟犯内幕交易罪，判处其有期徒刑4年，并处罚金2500万元；赵书亚犯内

³⁸ (1) 发行人的董事、监事、高级管理人员；(2) 持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员，公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员；(3) 发行人控股的公司及其董事、监事、高级管理人员；(4) 由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员；(5) 证券监督管理机构工作人员以及由于法定职责对证券的发行、交易进行管理的其他人员；(6) 保荐人、承销的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员；(7) 国务院证券监督管理机构规定的其他人员。

幕交易罪，判处其有期徒刑1年9个月，并处罚金100万元。

二审：仍觉冤枉但笑对判决

由于对一审判决结果不服，董正青等三人均提出上诉。广州市中院经审理后认定董正青作为广发证券借壳延边公路内幕信息的知情人员，在该内幕信息公开之前，向董德伟、赵书亚泄露该内幕信息，情节严重，构成泄露内幕信息罪。董德伟、赵书亚非法获取广发证券借壳延边公路的内幕信息后，在该内幕信息公开前，买入、卖出延边公路股票，情节严重，构成内幕交易罪。遂做出终审判决：驳回上诉，维持原判。

听到这样的判决结果，从进入法庭就面带微笑的三位被告人显得很不赞同，但是情绪并没有太大波动。董正青与一审时简直判若两人，不仅始终保持笑容，还镇定的表示“我没有犯罪，但是我尊重法律判决”。赵书亚则不断强调自己一直奉公守法，绝对没有做出格的事，“我这次总算亲身经历了冤案是怎么形成的！”宣判结束后，董正青等三人在法警的押送下离开法庭，并不时回头微笑，对旁听家属大声告别，“我走了。”

董正青案回放

2006年2月：证监会下发了一份通报批评，指出广发证券总裁董正青在没有向外界和监管机构如实披露的情况下，以他自己为实际控制人的公司受让了广发证券的股权。自此，董正青深陷调查漩涡之中。

2006年7月：监管层再度作出调查。董正青被怀疑在广发证券借壳延边公路一事中涉嫌内幕交易，其亲属提早进入了延边公路，购买延边公路的股票达200万股。

2007年6月初：广东省公安机关立案侦查。

2007年7月19日：经广东省检察机关批准，公安机关对涉嫌内幕交易、泄露内幕信息犯罪的董正青等人执行逮捕。

2008年7月17日：董正青案在广州市天河区法院开庭审理。

2009年1月9日：天河区法院一审判决，认定董正青犯泄露内幕信息罪，判处有期徒刑4年，并处罚金300万元。该案另两名被告中，董德伟犯内幕交易罪，判处有期徒刑4年，赵书亚犯内幕交易罪，判处有期徒刑1年9个月。三名被告人皆表示不服判决，提出上诉。

2009年3月27日：广州市中级人民法院作出终审判决，驳回三被告人起诉，维持原判。

资料来源：《信息日报》，2009年3月28日。

小结

上市公司的控制权变动属于对上市公司利益和股东权益具有重大影响的事项，相关信息披露的实施与监管，是维护上市公司与资本市场的正常运作以及保护投资者合法权益的重要一环。

当上市公司控制权发生重大变动时，有关各方必须及时、公平地披露或者提供信息，保证所披露信息的真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。参与上市公司控制权变动的各方，应当在第一时间充分披露对投资

者敏感的信息，确保信息披露的公平、公正。

上市公司控制权变动信息公开披露前，应实行严格的信息保密，防止少数人利用其进行内幕交易。上市公司与交易对方就控制权变动事宜进行初步磋商时，就应当立即采取必要的保密措施。上市公司及交易对方聘请中介机构的，应当与所聘请的中介机构签署保密协议。

在市场出现控制权变动的传言，股票交易因此出现异常交易时，上市公司应予以澄清。如果在上市公司关于控制权变动的董事会决议公告前，相关信息已在媒体上传播或者公司股票交易出现异常波动，上市公司应当立即将有关计划、方案或相关事项的现状以及相关进展情况和风险因素等予以公告，并按照有关信息披露规则办理其他相关事宜。

上市公司控制权变动完成后，还应评估并披露变动后的效益信息。通过会计信息的处理和报告，合理地界定控制权变动中形成的利益分配格局，合理地确认所产生的偶发性交易利润及对企业边界、利润分配所产生的影响，通过会计信息计量评价绩效和质量并将其披露出来。

对任何知悉控制权变动信息的人员在相关信息依法公开前，泄露该信息、买卖或者建议他人买卖相关上市公司证券、利用控制权变动散布虚假信息、操纵证券市场或者进行欺诈活动的，依法予以处罚；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

在不断完善信息披露规则的基础上，主管部门应进一步深化改革，压缩国有控股上市公司在并购重组等重大事项上的审批链条；证券监管机构应加强信息披露的日常监管，重点打击虚假披露行为，强化上市公司信息披露责任，加大违规成本。研究查处上市公司违法违规行为的提前介入方式，完善处罚机制，把处罚公司与处罚责任人相结合，重点加大对相关责任人的处罚力度。

在监管实践中，进一步细化和明确监管类别，完善分类监管，进一步提高监管的针对性。以上市公司监管业务管理系统为平台，完善上市公司及其高管人员、收购人及其他信息披露义务人、财务顾问等中介机构的诚信记录和日常监管档案，强化诚信行为监管。尽快建立个人收入档案制度，对个人收入进行“一户式”管理，使个人收入来源和个人财产账户清晰化，杜绝内幕交易人利用与己毫不相干的个人进行开户和操作的隐蔽做法，实现个人账户实名制的实质化和透明化。

在推进相关法律制度建设的基础上，应尽快制定一部系统完整、内容详尽和具可操作性的《反内幕交易法》，对内幕信息范畴、内幕信息知情人、内幕交易行为人、监查部门权限、相关责任人的法律权利和义务，对内幕交易违法者的民事责任、行政责任和法律责任，予以明确而具体的规定。在内幕交易案件的查处中应引入举证责任倒置制度，由被认定的内幕交易行为人提供证明自己没有利用内幕信息从事违法交易的证据，从而提高内幕交易案件查处的效率与效果，消除内幕交易者逃脱法律处罚的侥幸心理。

参考文献

1. Agrawal, A., J.F. Jaffe, and G.N. Mandelker, 1992, The Post-merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, *Journal of Finance* 47, pp. 1605-1621.
2. Agrawal, A., J.F. Jaffe, and G.N. Mandelker, 1992, The Post-merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, *Journal of Finance* 47, pp. 1605-1621.
3. Bhagat, S., D. Hirshleifer and R. Noah, 2001, The Effect of Takeovers on Shareholder Value, Yale University Working Paper, p.26.
4. Bradley, M. and Jarrell, G., *Comment*, In: Coffee, J., Lowenstein, L., and Rose, S. (Ed.), *Knights, Raiders and Targets*, Oxford University Press, 1988.
5. Bruner, R.F., 2002, Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker, *Journal of Applied Finance*, Vol. 12, pp.48-68.
6. Clark, K. and O. Ofek, 1994, Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, pp.541-566.
7. David Hussey, 2000, Mergers and acquisitions: the fastest way to destroy value?. *Strategic Change*, August, p.266.
8. Frank, J.R. and R.S. Harris, 1989, Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The U.K. Experience 1955-1985, *Journal of Financial Economics* 23, pp.225-249.
9. Healy, P.M., K.G. Palepu and R.S. Ruback, 1992, Does Corporate Performance Improve after Mergers? *Journal of Financial Economics* 31, pp.135-175.
10. Hoshino, Y., 1982, The Performance of Corporate Mergers in Japan, *Journal of Business Finance and Accounting* 9, pp.153-155.
11. Jarrell, G.A., J.A. Brickley and J.M. Netter, 1988, The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980, *Journal of Economic Perspectives* 2, pp.49-68.
12. Jensen, M.C. and R.S. Ruback, 1983, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics* 11, pp.5-50.
13. K. Schwert, 1996, Mergers as a Means of restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (29) :1405-1419.
14. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer. *Corporate Ownership Around the World*. *Journal of Finance*, 54 (1999), 471-517.
15. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. *Law and Finance*. *Journal of Political Economy*, 106 (1998), 1113-1155.
16. Langetieg, T.C., 1978, An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger, *Journal of Financial Economics* 6, 365-384.
17. Magenheimer, E. and Mueller, D.C., Are Acquiring Firm Shareholders Better Off after an Acquisition?, In: Coffee, J., Lowenstein, L., and Rose, S. (Ed.), *Knights, Raiders and Targets*, Oxford University Press, 1988
18. Manne, Henry, 1965, Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economics*, 73, pp.110-120.

19. Michael Firth, Peter M.Y. Fung, and Oliver M. Rui, Firm Performance, Governance Structure, and Top Management Turnover in a Transitional Economy, The Hong Kong Polytechnic University.
20. Mueller, D.C., 1980, A Cross-national Comparison of the Results, in Mueller, D.C. ed., The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison, Cambridge, Massachusetts: Oelgeschlager, Gunn & Hain, Publishers, Inc., pp.299-314.
21. Pettway, R.H. and T.Yamada, 1986, Mergers in Japan and Their Impacts upon Stockholders' Wealth, Financial Management, Winter, pp.43-52.
22. Yeh,T. and Y.Hoshino, 2000, The Effects of Mergers and Acquisition on Taiwanese Corporations, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, 3 (2) , pp.183-199.
23. 阿道夫·伯利, 戈蒂纳·米恩斯, 甘华鸣等译,《现代公司和私有财产》,商务印书馆,2005年。
24. 北京大学光华管理学院课题组,《中国上市公司的反并购措施及其规制》,上证联合研究计划第7期课题报告,2003年。
25. 布莱尔,《所有权与控制》(中译文),中国社会科学出版社,1999年。
26. 陈晋平,《上市公司控制权转移的实证研究》,《证券市场导报》2005年第12期。
27. 陈涛、马金平,《对反并购中目标公司管理层行为的规制》,《西南政法大学学报》2007年第9卷第2期。
28. 陈信元、张田余,《资产重组的市场反应——1997年沪市资产重组实证研究》,《经济研究》1999年第9期。
29. 陈郁,《所有权控制权和激励》,上海出版社,1998年。
30. 陈忠谦,《上市公司收购》,法律出版社,2007年。
31. 东方高圣投资顾问公司、中国收购兼并研究中心编著,《中国并购评论——新〈上市公司收购管理办法〉特辑》,2006年9月,机械工业出版社。
32. 冯根福、吴林江,《我国上市公司并购绩效的实证研究》,《经济研究》2001年第1期。
33. 伏军,《公司投票代理权法律制度研究》,北京大学出版社,2005年。
34. 胡鸿高、赵丽梅,《论目标公司反并购行为的决定权及其规制》,《中国法学》2001年第2期。
35. 金泽刚,《证券市场监管与司法介入》,山东人民出版社,2004年。
36. 李善民、陈玉罡,《上市公司兼并与收购的财富效应》,《经济研究》2002年第11期。
37. 李善民、曾昭灶等,《上市公司并购绩效及其影响因素研究》,《世界经济》2004年第9期。
38. 李心丹、朱洪亮等,《基于DEA的上市公司并购效率研究》,《经济研究》2003年第10期。
39. 李增泉、余谦、王晓坤,《掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据》,《经济研究》2005年第1期。
40. 李志学,《公司并购与政府监管政策研究》,经济管理出版社,2008年。
41. 刘芍佳、孙霏、刘乃全,《终极产权论、股权结构及公司绩效》,《经济研究》2003年第4期。
42. 刘彦平,《中小股权保护的制度基础》,人民出版社,2006年。
43. 鲁爱雪,《我国上市公司控制权转移价格研究》,学位论文,2004年。
44. 罗纳德·科斯,1937,《企业的性质》,载于陈郁编《企业、市场和法律》,上海三联书店,1990年版。
45. 马克·J·洛,郑文通等译,《强管理者,弱所有者》,上海远东出版社,1999年。

46. 倪浩嫣,《证券法律制度研究》,中国检察出版社,2006年。
47. 潘琰,《国有股权转让研究》,科学出版社,2007年。
48. 上海证券交易所研究中心,《上海证券市场市场监查质量报告(2008)》,上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)。
49. 上海证券交易所,《上海证券交易所并购重组典型案例汇编》,2008年9月。
50. 上海证券交易所,《上市公司并购、重组和发行相关法规汇编》,2008年9月。
51. 上海证券交易所研究中心,《中国公司治理年报(2008):透明度与信息披露》,复旦大学出版社,2008年。
52. 施东晖,《上市公司控制权价值的实证研究》,《经济科学》2003年第6期。
53. 施东晖,《当代公司治理研究的新发展》,《中国金融学》2004年第3期。
54. 宋建波、王晓玲,《上市公司控制权转移绩效及其影响因素研究》,《财经问题研究》2008年第6期。
55. 唐宗明、蒋位,《大股东控制中国上市公司实证研究》,上海交通大学出版社,2005年。
56. 唐宗明、蒋位,《中国上市公司大股东侵害度实证分析》,《经济研究》2002年第4期。
57. 王培荣等,《经营管理层收购与持股》,中国财经经济出版社,2003年。
58. 王诗才、牛永花,《并购重组对深市上市公司绩效的影响及实证分析》,《华东经济管理》2006年第2期。
59. 王巍、李曙光,《管理层收购—从经理到股东》,中国人民大学出版社,1999年。
60. 王魏、康荣平,《中国并购报告》,中国物质出版社,2001年。
61. 文建秀,《证券市场信息披露中注册会计师的法律责任》,法律出版社2003年版。
62. 吴联生、白云霞,《公司价值、资产收购与控制权转移方式》,《管理世界》2004年9月。
63. 吴胜春、刘文华,《公司并购防御的法律规制》,《法商研究》1998年第4期。
64. 谢德仁,《企业剩余索取权:分享安排与剩余计量》,上海人民出版社,2001年。
65. 辛宇、陈工孟,《终极所有权、控股股东性质及公司经营绩效之比较》,香港理工大学工作论文,2005年。
66. 杨斌,《威胁中国的隐蔽战争》(上篇),经济管理出版社,2000年。
67. 杨华,《上市公司并购重组和价值创造》,中国金融出版社,2007年2月。
68. 叶康涛,《公司控制权的隐性收益——来自中国非流通股转让市场的研究》,《经济科学》2003年5月。
69. 于海联等,《我国证券市场内幕交易案件查办难的原因及对策研究》,吉林证监局工作报告,2009年。
70. 张圣怀,《中国上市公司控制权法律问题研究——缺陷与改良》,法律出版社,2007年。
71. 张新,《并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证研究》,《经济研究》2003年第6期。
72. 张维迎,《企业的企业家—契约理论》,上海三联书店、上海人民出版社,1995年。
73. 赵慧、杜新建,《管理层收购:中外比较分析》,企业管理出版社,2004年。
74. 赵旭梅,《日本企业间相互持股制度的作用及其形成过程》,《世界经济情况》2004年5期。
75. 郑顺炎,《证券内幕交易规制的本土化研究》,北京大学出版社,2002年。
76. 郑琰,《中国上市公司收购监管》,北京大学出版社,2004年8月。
77. 朱宝宪、王怡凯,《1998年中国上市公司并购实践的效应分析》,《经济研究》2002年第11期。
78. 祝红梅、王勇,《上市公司控制权市场功能研究》,中国金融出版社,2007年。

附录 2008 年中国公司治理大事记

- 2007 年 1 月 4 日，为综合反映上证公司治理板块的走势，上海证券交易所与中证指数有限公司正式发布上证公司治理指数，该指数以上证公司治理板块中的所有股票作为样本股，基日为 2007 年 6 月 29 日，基点为 1000 点。
- 2008 年 1 月 30 日，为规范关于查询信息披露义务人持股及买卖股份情况的业务，提高业务运作效率，中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司修订了《中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司查询信息披露义务人持股及买卖股份情况服务指南》。
- 2008 年 4 月 16 日，中国证监会发布实施《上市公司重大资产重组管理办法》，自 2008 年 5 月 18 日起施行。同时为配合《办法》的实施，进一步规范上市公司重大资产重组行为，促进上市公司做好决策环节的工作，提高信息披露的准确性和完整性，中国证监会发布了《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号—上市公司重大资产重组申请文件》。
- 2008 年 4 月 20 日，为规范上市公司解除限售存量股份的转让行为，中国证监会发布实施《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》。
- 2008 年 6 月 3 日，中国证监会发布实施《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》，并自 2008 年 8 月 4 日起施行。
- 2008 年 7 月 25 日，为规范公开发行证券并上市的商业银行信息披露行为，保护投资者的合法权益，中国证监会发布《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 26 号—商业银行信息披露特别规定》，并自 2008 年 9 月 1 日起施行。
- 2008 年 8 月 27 日，中国证监会发布实施《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十三条的决定》。针对不会导致上市公司控制权变动的更为市场化的股份增持，采用特殊的监管制度安排，借鉴国际成熟资本市场的监管经验进行规范，在保持对一般收购行为的监管要求的同时，适当增加了控股股东增持股份的灵活性，适应股权分置改革后市场发展实践的需要。
- 2008 年 8 月 28 日，为规范上市公司股东及其一致行动人增持股份行为，维护证券市场秩序，保护投资者合法权益，深圳证券交易所发布实施《深圳证券交易所上市公司股东及其一致行动人增持股份行为指引》。并于 2008 年 9 月 25 日，进一步修订了《行为指引》第七条有关内容。

- 2008年9月10日，为反映上证180指数中治理状况良好公司股票的走势，上海证券交易所与中证指数有限公司发布上证180公司治理指数，基日为2007年6月29日，基点为1000点。
- 2008年10月1日，国务院国资委发布实施了《中央企业资产损失责任追究暂行办法》。
- 2008年10月9日，中国证监会发布实施《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》，进一步规范上市公司以集中竞价交易方式回购股份的行为。
- 2008年10月31日，为保证上市公司、拟首次公开发行股票并上市的公司和其他公开发行证券的公司的财务信息披露质量，中国证监会对《公开发行证券的公司信息披露规范问答第1号——非经常性损益》进行了修订并改称“公开发行证券的公司信息披露解释性公告”，自2008年12月1日起执行。
- 2008年11月11日，中国证监会发布实施《关于破产重整上市公司重大资产重组股份发行定价的补充规定》。
- 2008年12月5日，为加强对上市公司信息披露监管，督促上市公司、董事会秘书加强信息披露工作，提高上市公司信息披露质量水平，深圳证券交易所发布了《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》。
- 2008年12月31日，为进一步规范上市公司信息披露行为，提高上市公司信息披露质量，深圳证券交易所发布实施《深圳证券交易所上市公司信息披露格式指引》第1号-第17号。现予以发布，自发布之日起施行。